

# 基数走低政策转好、长效机制降低风险溢价

## ——房地产行业2018年中期策略

分析师 陈天诚 SAC执业证书编号：S1110517110001

分析师 付雅婷 SAC执业证书编号：S1110518060007

联系人 徐超

风险提示：政策调控超预期，销售不及预期



行业评级：强于大市

# 摘要

**Part 01**                      **行业上半年回顾：人才限价助销售、开工投资补库存**

**Part 02**                      **行业下半年展望：基数走低政策转好、风险溢价下行**

**Part 03**                      **行业中长期风险溢价分析：房地产税、资金链、人口**

**Part 04**                      **房地产股票投资矩阵及下半年投资建议**

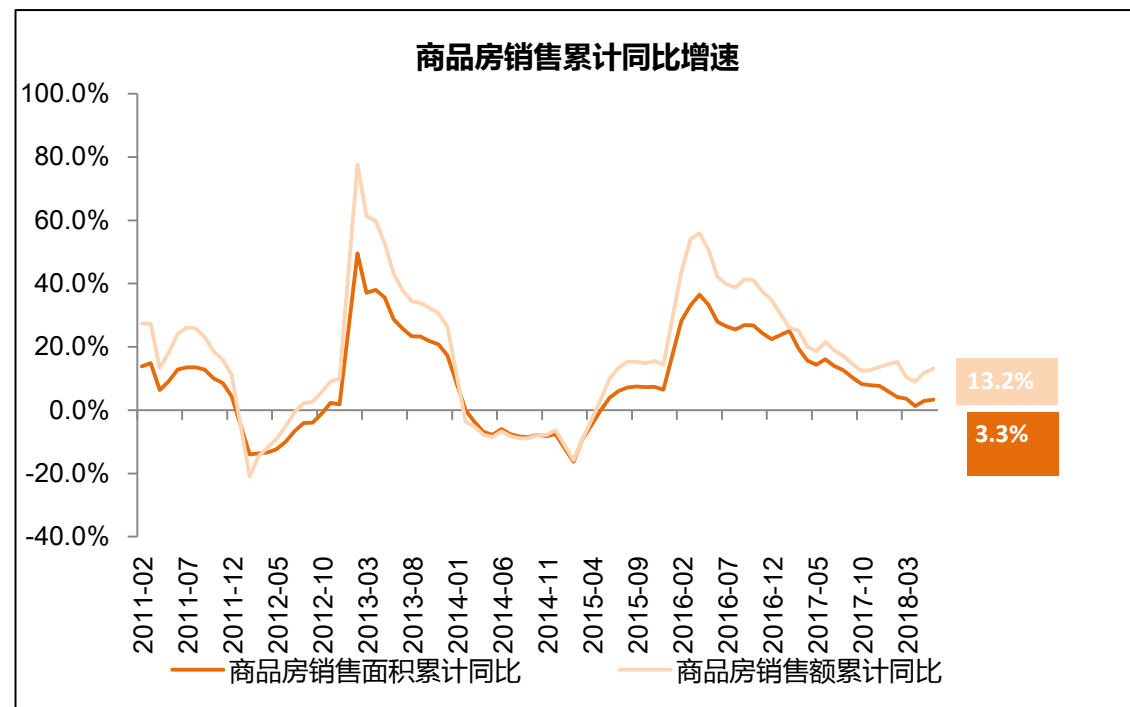
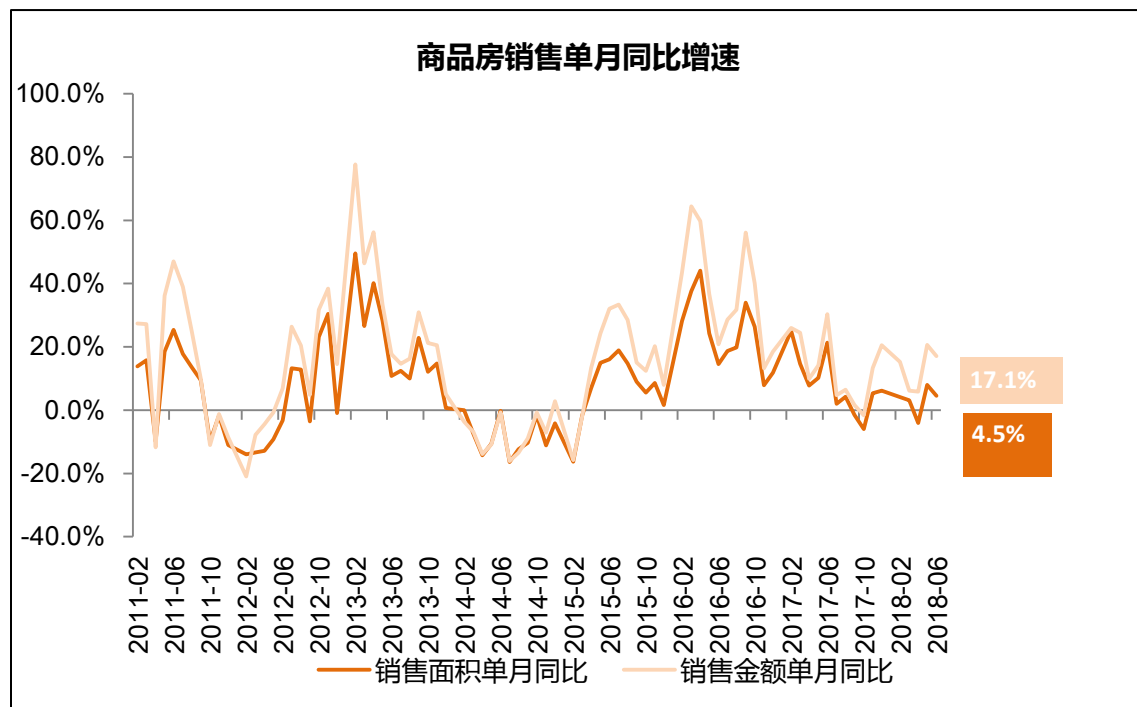


# 行业2018上半年回顾： 人才限价助销售、投资开工补库存

---

# 2018上半年回顾之销售：低库存环境下销售持续增长、但增速持续放缓

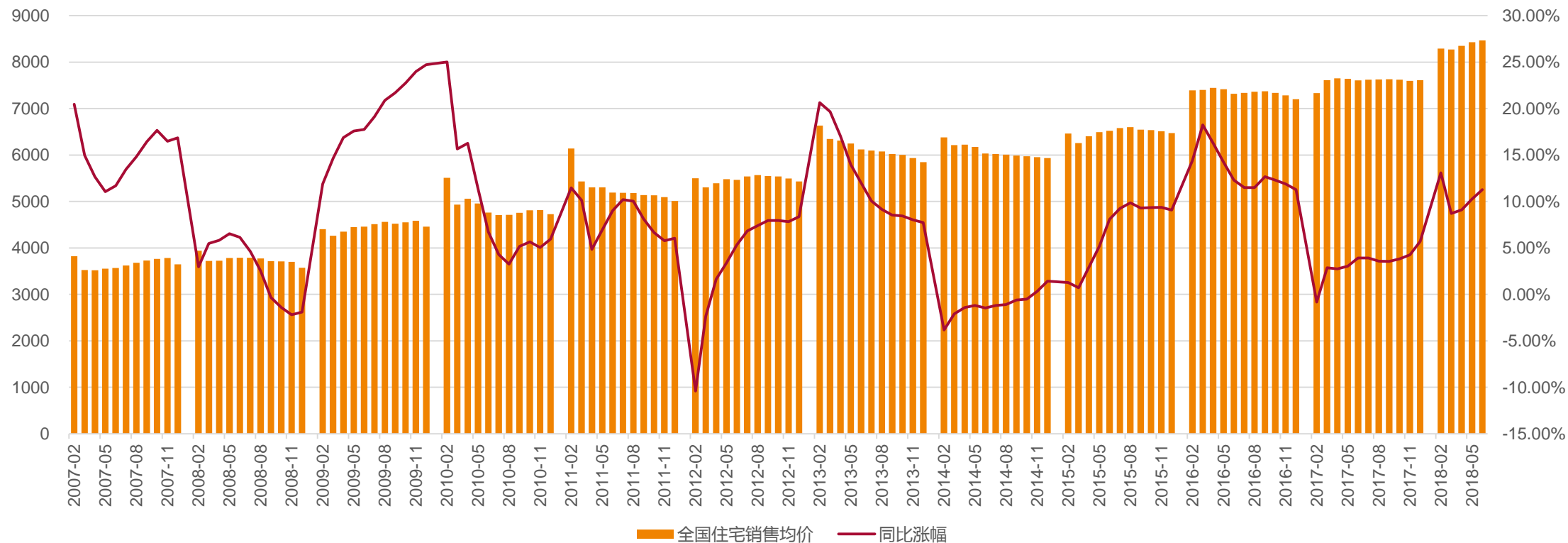
- **销售面积**：2018年1-6月，全国商品房销售面积77143万平方米，累计同比增长3.3%，增速比1-5月份提高0.4个百分点；6月单月销售面积同比增速4.5%，比上月回落3.5个百分点，比去年同期下降16.9个百分点；
- **销售金额**：2018年1-6月，全国商品房销售金额66945亿元，增长13.2%，增速提高1.4个百分点；6月单月销售额增速17.1%，比上月回落3.5个百分点，比去年同期降低13.2个百分点。



# 2018上半年回顾之销售：房价上涨势头不减、调控政策部分加码

■ **销售均价**：2018年1-6月，全国商品房销售均价8678元、商品住宅销售均价8467元，同比分别增长9.53%、11.28%，增速分别比5月提升0.89pct和1.02pct，比去年同期提升4.89pct和7.36pct，显示房价扩张势头仍未得到有效控制，调控政策部分区域加码。

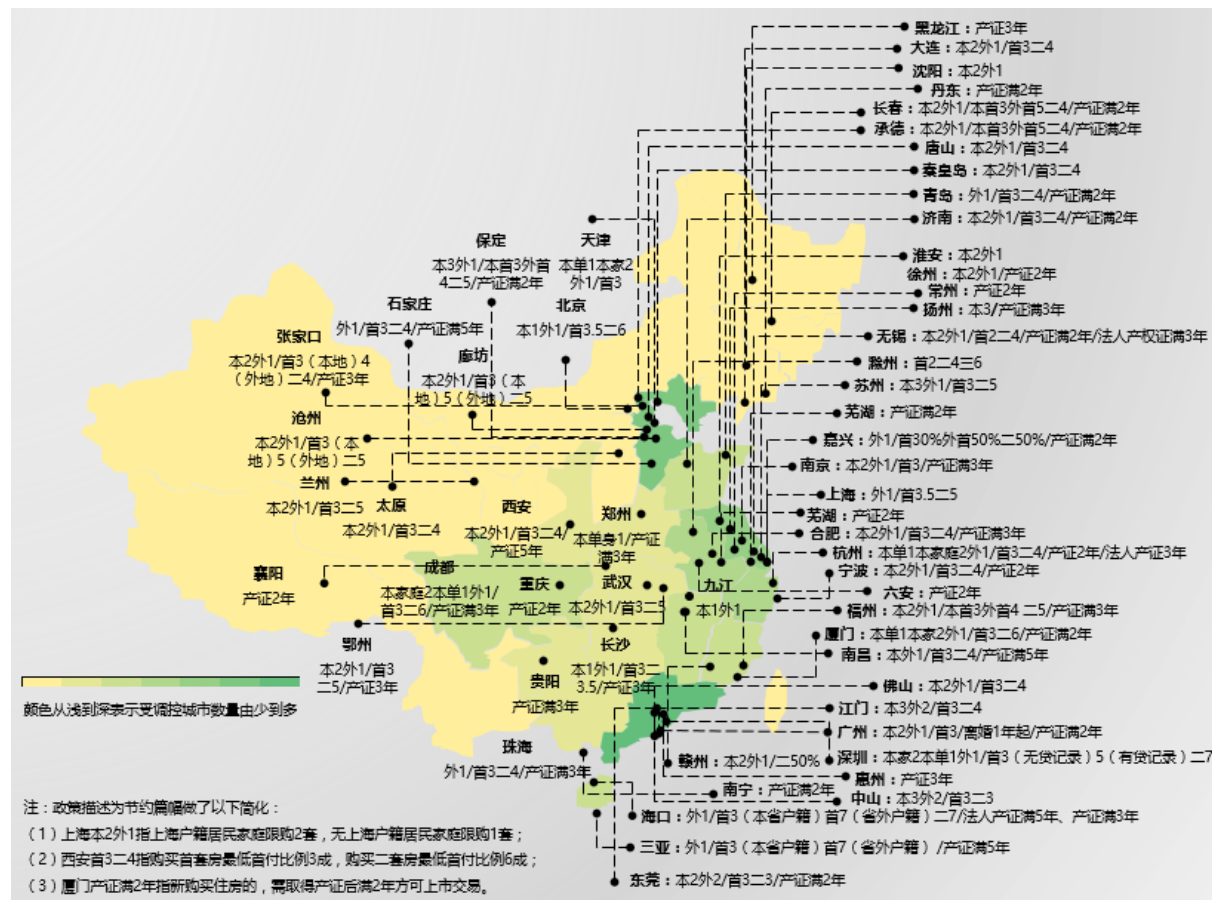
全国新房销售价格（元/平方米）及涨幅（%）



# 2018上半年回顾之销售：销售仍好的原因之一是限价带来的新房套利

■ **限价政策导致部分区域一二手房价倒挂：**政府的限价政策导致一二手房价格倒挂，使得部分区域二手房成交冷淡，新房一房难求；而在羊群效应的刺激下，部分需求被提前释放，且产生了部分套利需求，而非真实购房需求。

■ **限价政策如果持续下去将对行业产生深远影响：**限价政策如果不是权宜之计，那么将对行业产生以下几方面的影响：**1) 土地市场趋于冷静：**开发商拿地冷静，抢地及高溢价率土地会减少，小开发商逐步退出高端土地市场；**2) 行业潜在毛利率下降：**由于在现金回流需求的推动下，开发商被动接受政府限价，牺牲部分潜在毛利；**3) 继续向低能级城市继续转移：**由于低能级城市没有限价，拿地及销售更加自由，开发商布局低能级城市的动力加大；**4) 一二手房价格倒挂、房价分化及下跌：**这一现象还会继续，但并不会在所有区域都存在，这一政策会导致房价产生明显分化，且对于部分二手供应充足的区域会导致房价下跌。



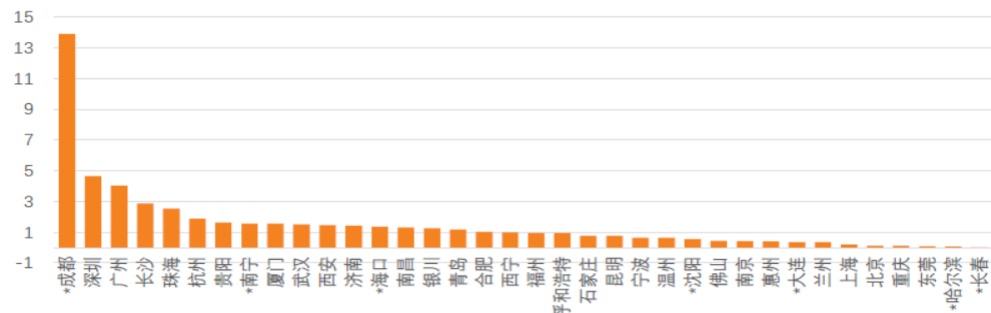
# 2018上半年回顾之销售：销售仍好的原因之二是人才政策带来的变相宽松

■ **人才政策虽不为房地产而来却变形的形成宽松：地方政府基于自身经济社会发展的需要，大力推进人才引进，虽本身不为地产而来，却变形的形成了地产宽松，相当于显著的降低了限购门槛，增加了购房人口且导致观望者放弃观望而提前入场。**

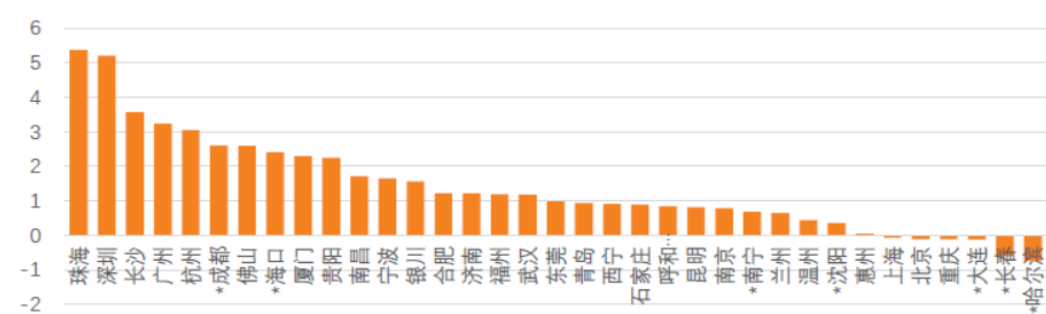
图：全国各地人才引进政策



图：2016年各城市人口增长率

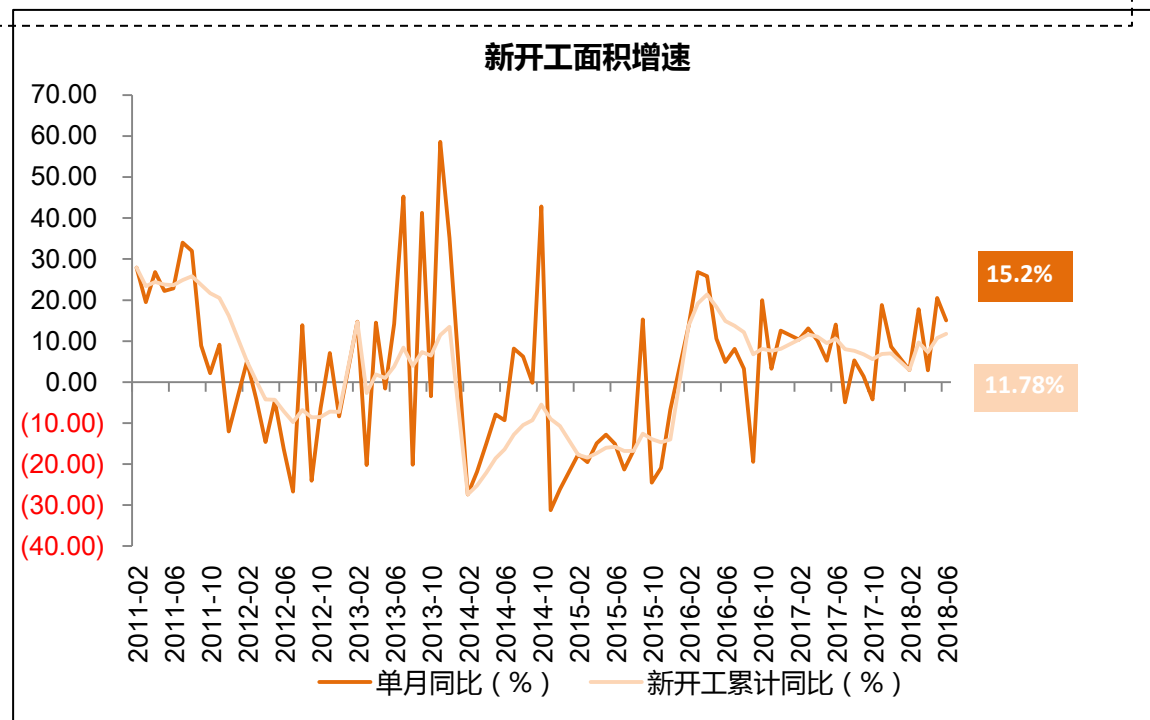
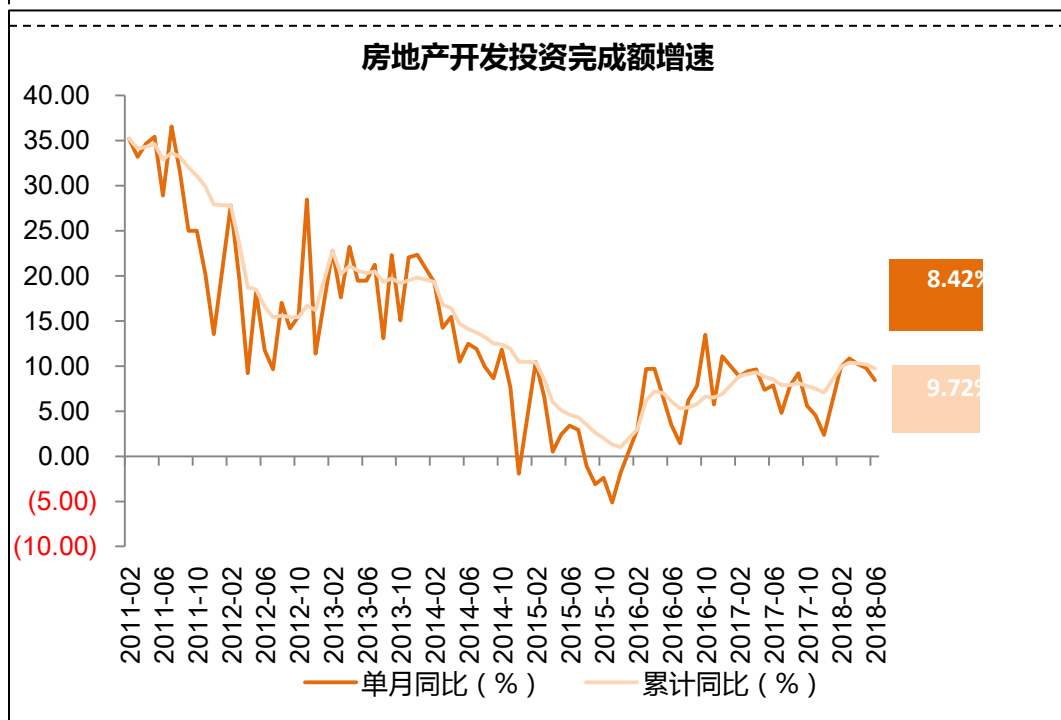


图：2017年各城市人口增长率



# 2018上半年回顾之投资：库存低开工投资意愿强、资金压力倒推抢开工

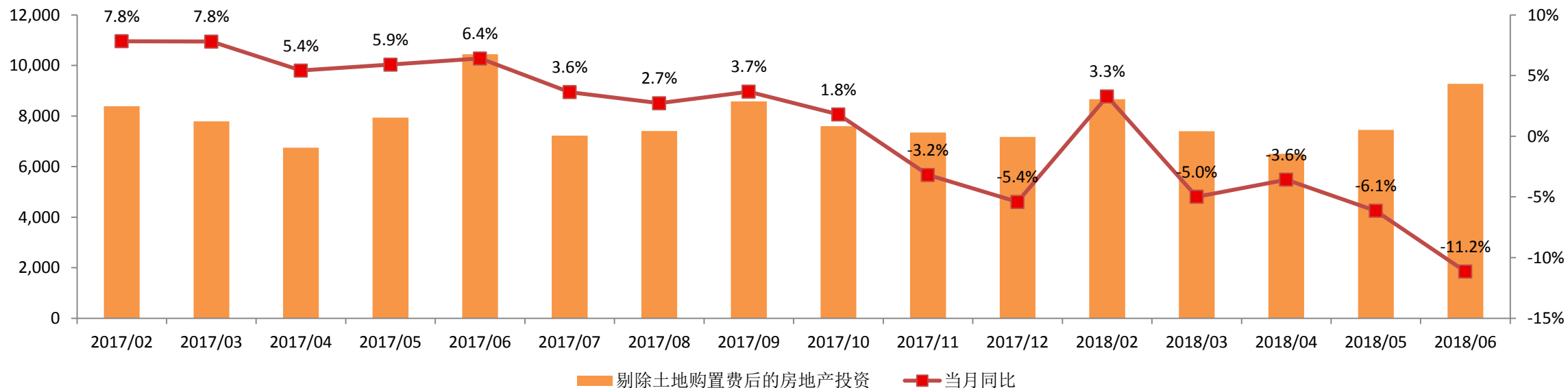
- **房地产补库存动力强、开工投资在高位：1) 投资**：2018年1-6月份，全国房地产开发投资55531亿元，同比增9.7%，增速比1-5月份回落0.5个百分点，单月投资增速8.4%，比上月回落1.4个百分点，比去年同期增加0.5个百分点。其中，住宅投资38990亿元，增长13.6%，增速回落0.6个百分点，单月住宅投资增速11.9%，比上月回落2.2个百分点，比去年同期增加1.1个百分点；**2) 开工**：2018年1-6月，房屋新开工面积95817万平方米，增长11.8%，增速提高1个百分点。其中，住宅新开工面积70611万平方米，增长15.0%，开工意愿强的原因之一是在资金和融资压力加大的情况下，开发商纷纷加大开工和推盘力度。



# 2018上半年回顾之投资：剔除拿地因素、投资增速负增长

**拿地成为支撑投资的关键因素、剔除拿地投资负增长：**2018年1-6月份，房地产开发企业土地购置面积11085万平方米，同比增长7.2%，增速比1-5月份提高5.1个百分点；土地成交价款5265亿元，增长20.3%，增速提高4.3个百分点。但需要注意，土地成交价款并不是直接计入房地产投资，按实际支付的土地购置费才记入房地产投资，我们提出土地购置费后的投资额，发现从3月份开始已经逐步步入负增长结论，土地购置费已经成为房地产投资的关键，T-1期土地成交价款和T-7期的百城土地成交金额与T土地购置费的相关性高，可以作为预测房地产投资中土地购置费趋势的先行指标。

剔除土地购置费后的房地产投资（亿元）及同比增速（%）



# 摘要

**Part 01**                    行业上半年回顾：人才限价助销售、开工投资补库存

**Part 02**                    行业下半年展望：基数走低政策转好、风险溢价下行

**Part 03**                    行业中长期风险溢价分析：房地产税、资金链、人口

**Part 04**                    房地产股票投资矩阵及下半年投资建议

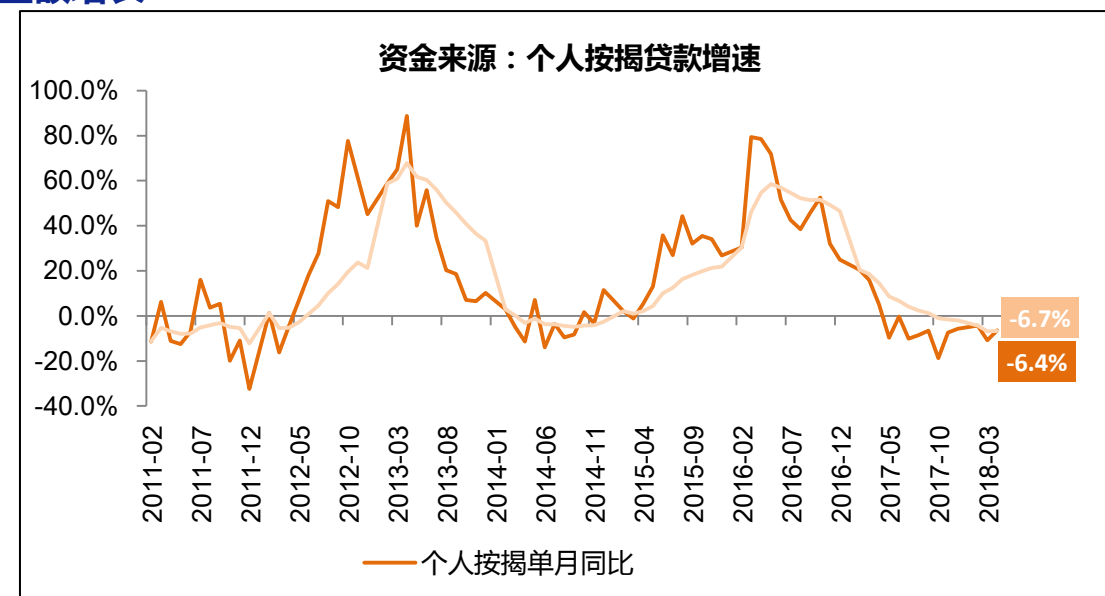
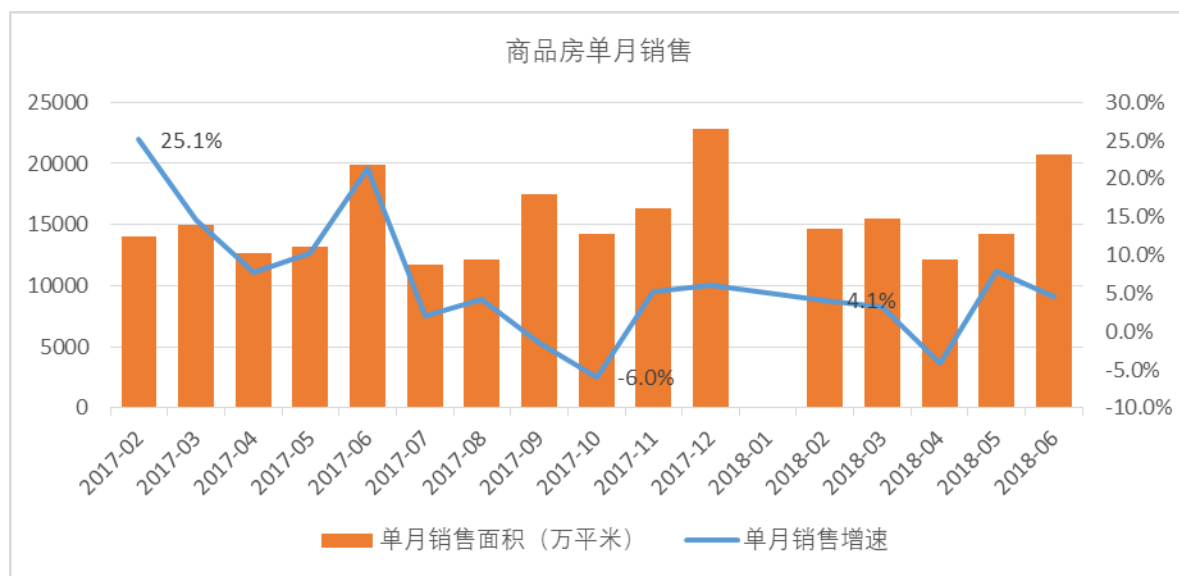


# 行业2018下半年展望： 基数走低政策转好、风险溢价下行

---

# 房地产销售下半年展望：销售基数从上半年的15.8%大幅下降至1.7%

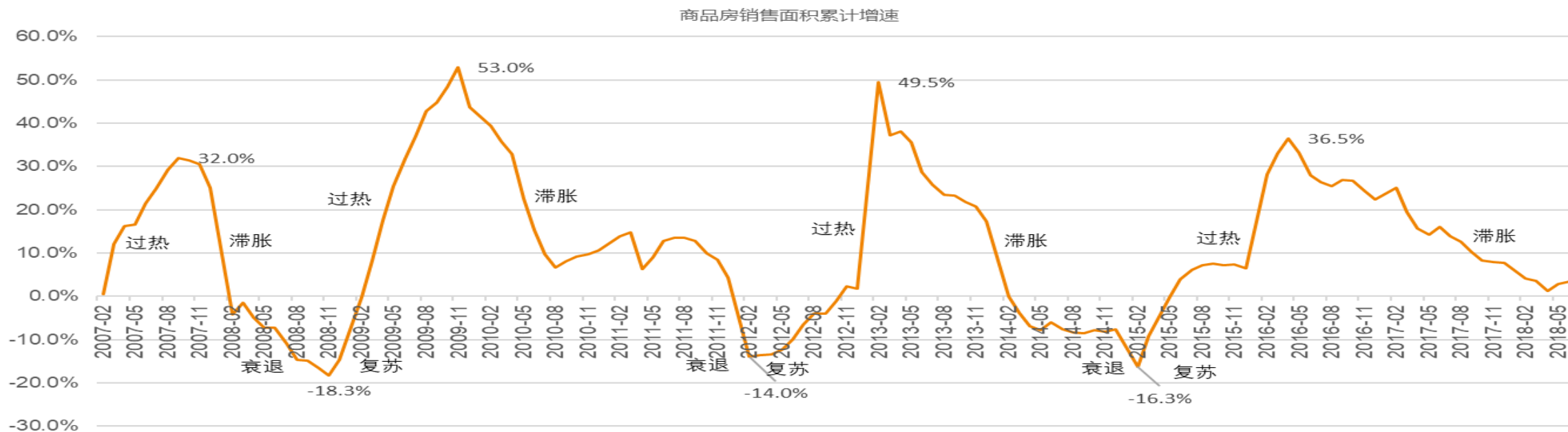
- **销售基数大幅走低**：2017年上半年2-6月的单月增速分别为25.1%、14.7%、7.7%、10.2%、21.4%；而下半年7-12月的增速分别2%、4.3%、-1.5%、-6%、5.3%和6.1%，去年上半年平均增速为15.8%、下半年骤降至1.7%，基数大幅走低。
- **信贷边际放松可期**：上半年行业信贷面临较大的压力，开发贷利率大幅上行、额度紧张；按揭贷款连续8个月累计负增长、连续11个月单月负增长，行业资金收紧已经持续了相当大时间，我们认为随着政策转向宽松，边际利率下行可期。
- **收入增长稳定可期**：可支配收入和信贷分别决定了销售的首付和尾款，可支配收入的稳定增长是销售额增长的关键基础，2018年上半年，城镇居民人均可支配收入19770元，增长7.9%，过去五年平均名义增8.2%。
- **预计全年销售面积增-1.73%、销售金额增长8.19%**：上半年销售面积7.71亿平米、增长3.3%；销售额6.69万亿、增长13.17%；我们认为边际上上半年会略有下降，但在政策从新宽松的基础上，我们预计降幅不会太大，预计下半年销售面积将达8.93亿平米，高于上半年但略低于全年下半年，维持上半年销售均价不变的基础上，预计销售金额增长8.19%



# 房地产销售中周期展望：本轮繁荣周期已经创历史最长记录、明年面临下滑风险

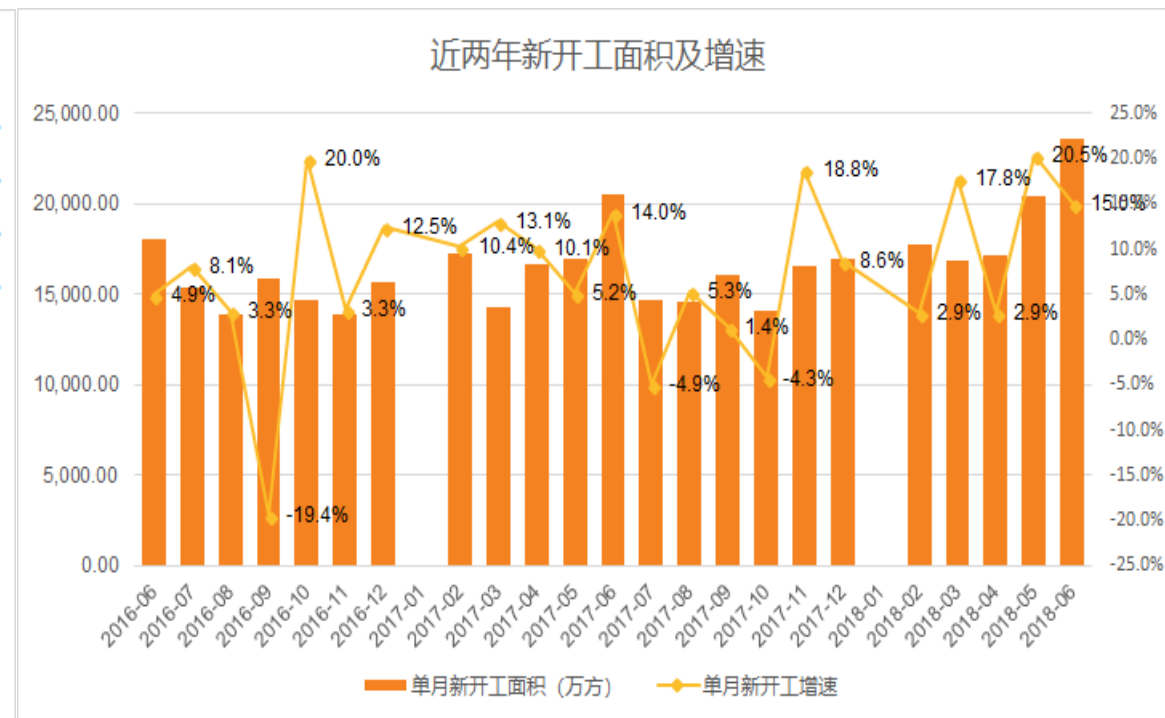
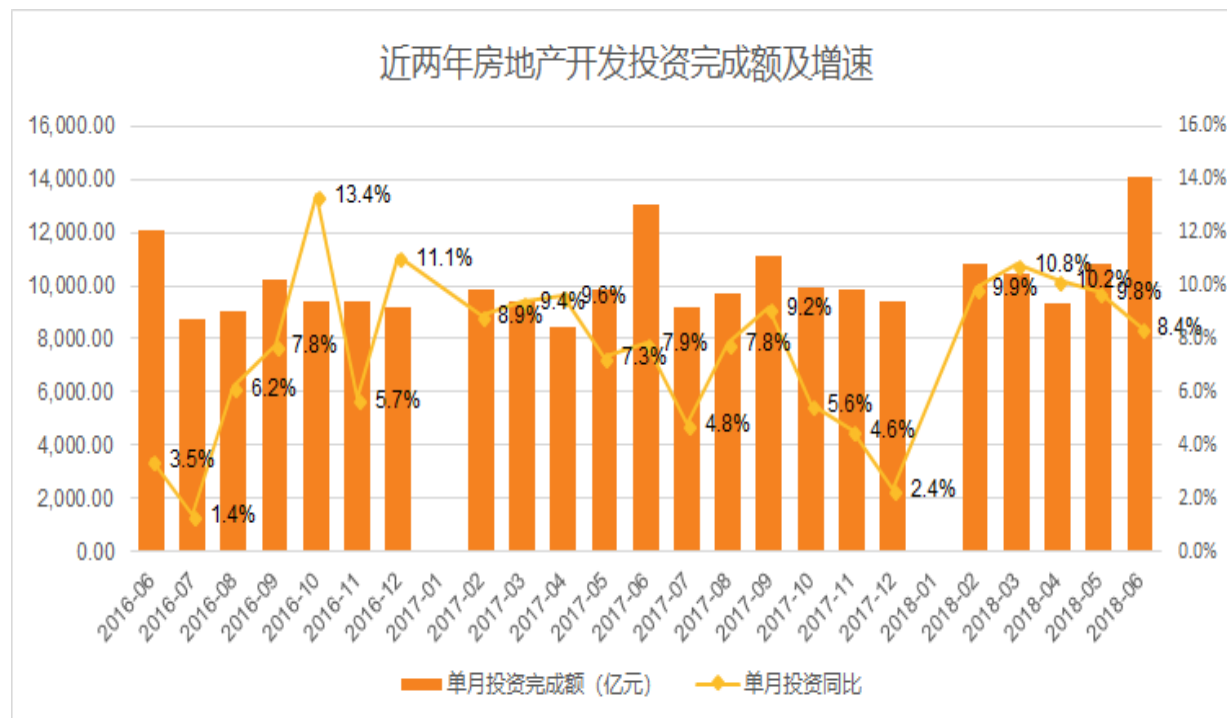
房地产呈现非常明显的周期性，我们将自2007年以来房地产的四轮周期进行分析，将每一轮周期分为过热、滞胀、衰退、复苏几个阶段，可以发现本轮自2015年3月复苏以来直至2016年4月的过热期结束，以及目前所处的滞胀期，行业繁荣已经创历史记录，随着需求的逐渐被满足，行业明年面临下滑风险。

开始时间	结束时间	周期/月	过热a	滞胀b	衰退c	复苏d	向上=a+d	向下=b+c	阶段	增长解释
2007年2月	2009年2月	25	8	3	11	3	11	14	过热	行业正增长，且增速持续扩大，向波峰靠近
2009年3月	2012年10月	44	9	25	2	8	17	27	滞胀	行业正增长，但增速从波峰向下持续收窄，向负增长靠近
2012年11月	2015年5月	31	4	10	14	3	7	24	衰退	行业负增长，且负增长不断扩大，向波谷靠近
2015年6月	2018年6月	37	11	26					复苏	行业负增长，但负增速从波谷向上持续收窄，向正增长靠近



# 房地产投资下半年展望：投资开工基数持续走低、补库存将持续至三季度

- **投资基数走低**：2017年上半年2-6月的单月增速分别为8.9%、9.4%、9.6%、7.3%、7.9%；而下半年7-12月的增速分别4.8%、7.8%、9.2%、5.6%、4.6%和2.4%，去年上半年平均增速为8.6%、下半年则降至5.7%，基数明显走低。
- **预计全年房地产投资增长8.45%、新开工增长7.49%**：我们认为制约下半年投资的原因主要来自资金和土地购置的高基数，但由于政策在年终开始转向，去杠杆转为稳杠杆，行业资金面存在改善的可能，我们预计投资增速会有我们中性预测的5.6%上调至乐观预测的8.45%，新开工随着库存的上升，下半年增速有可能略有下滑，但整体预计仍有7.49%的正增长。

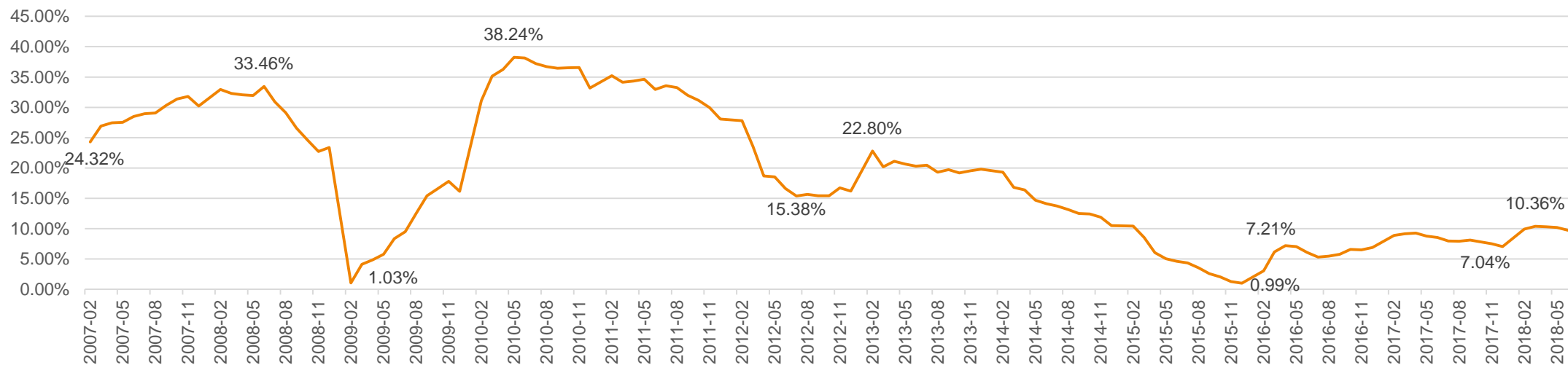


# 房地产投资中周期展望：四万亿之后持续下滑、本轮短周期恢复已接近尾声

房地产投资原本在2008年6月就已经见顶，但随后的半年地产投资崩盘式下跌，政府2018年底推出4万亿计划使得地产投资再度狂升至2010年5月的历史最高的38.24%，自那之后地产投资便一路下滑至2015年12月的最低仅1%（中间有一小段恢复），随后在地产宽松政策的推动下，近两年逐步恢复至10%的水平，但我们认为随着库存的上升以及对销售预期的改变，本轮地产投资恢复已经接近尾声，中期有下降可能。

开始时间	结束时间	周期	方向	特点
2007年2月	2008年6月	17	上升	增速从24.32%持续扩张至33.46%
2008年7月	2009年2月	8	下降	增速从33.46%降至1.03%
2009年3月	2010年5月	15	上升	增速从1.03%上升至38.24%的历史最高
2010年6月	2012年7月	26	下降	增速从历史高位下降至15.38%
2012年8月	2013年2月	7	上升	增速从15.38%小幅恢复至22.8%
2013年3月	2015年12月	34	下降	增速从22.8%下跌是历史最低的0.99%，也是历史最长的下跌周期
2016年1月	2018年3月	27	上升	增速从历史最低持续震荡恢复至10.36%
2018年4月	2018年6月	3	下降	增速稳中略降

商品房投资累计增速/%



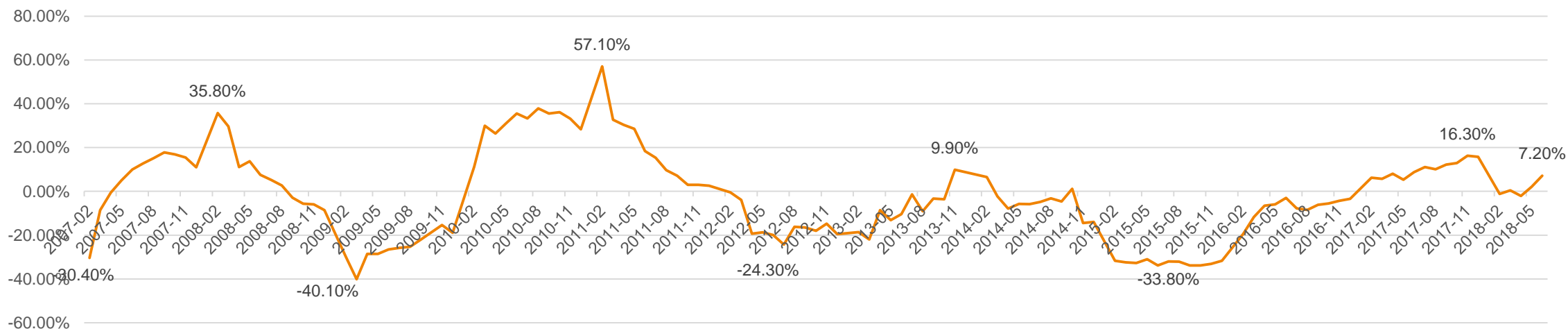
# 房地产投资中周期展望：拿地是最滞后的指标、反应销售惯性的思路

拿地是开发商情绪指标，是基本面的相对滞后指标，尤其在2013年之后，往往销售见顶4-9个月之后，拿地才慢慢冷却，反应开发商，尤其是中小开发商对销售的惯性判断或者说往往在等候政策的宽松，以及中周期的不悲观使得不在乎短期波动。

我们认为随着库存的持续上升，以及销售的逐渐下降，行业中期拿地将进入下行周期，制约投资增增长。

开始时间	结束时间	周期	方向	特点
2007年2月	2008年2月	13	上升	增速从-30.4%持续扩张至35.8%
2008年3月	2009年3月	13	下降	增速从35.8%降至历史最低的-40.1%
2009年4月	2011年2月	23	上升	增速从历史最低点持续上升至57.1%的历史最高
2011年3月	2012年7月	17	下降	增速从历史高位下降至-24.3%
2012年8月	2013年11月	16	上升	增速从-24.3%持续恢复至9.9%
2013年12月	2015年10月	23	下降	增速从9.9%下跌至-33.8%
2015年11月	2017年11月	25	上升	增速从-33.8%经历最长的恢复周期至16.3%
2017年12月	2018年6月	7	下降	增速持续下降最低至-2.1%，最近几月修复

土地购置面积累计增速

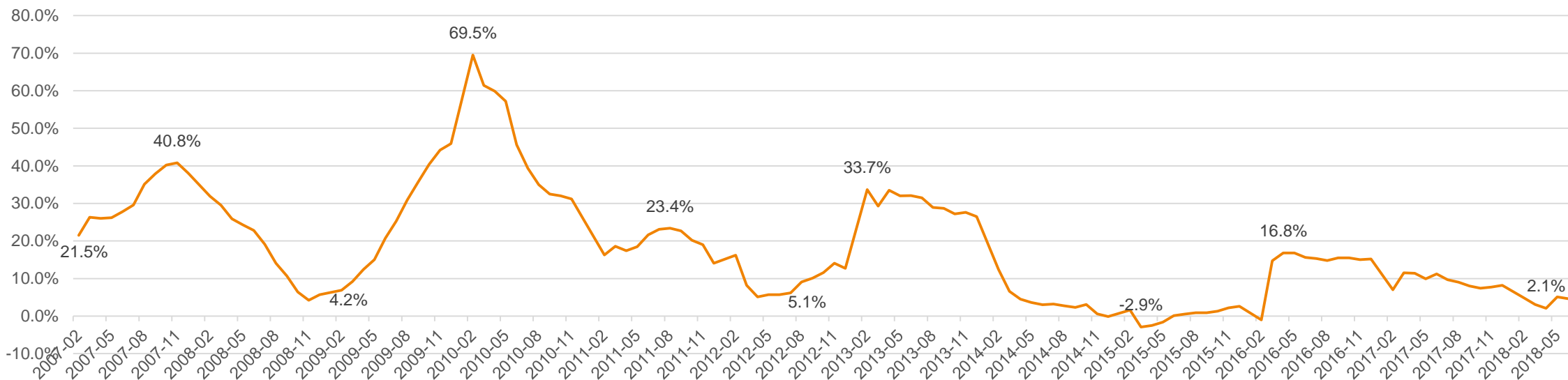


# 房地产投资中周期展望：资金对投资的领先性非常明显、制约拿地和开工

房地产行业是资金密集型行业，资金来源是行业的关键性指标，房企资金的状况直接制约了后续开工和拿地，资金对投资的领先性在2007年以来的几轮周期（详见：股价周期那页PPT）中分别领先了：7个月、4个月、3个月、3个月、同时、9个月、同时；这也是我们判断随着去杠杆和地产融资的收紧，资金因素的影响将慢慢取代因为低库存而补库存以及抢工回流现金的影响，而制约投资和开工的继续增长。

开始时间	结束时间	周期	方向	特点
2007年2月	2007年11月	10	上升	增速从21.5%持续扩张至40.8%
2007年12月	2008年11月	12	下降	增速从40.8%降至4.2%
2008年12月	2010年2月	15	上升	增速从4.2%上升至69.5%的历史最高
2010年3月	2012年4月	26	下降	增速从历史高位下降至5.1%
2012年5月	2013年2月	10	上升	增速从5.1%小幅恢复至33.7%
2013年3月	2015年3月	25	下降	增速从33.8%下跌是历史最低的-2.9%
2015年4月	2016年5月	14	上升	增速从历史最低持续震荡恢复至16.8%
2016年6月	2018年6月	25	下降	增速持续下降，最低至2.1%

资金累进增速/%



# 房地产政策下半年展望：棚改货币化整体稳定、财政货币趋向宽松

■ **棚改货币化整体稳定、财政货币趋向宽松**：前期市场传言棚改货币化将全面停止，后被住建部和国开行先后否认，棚改货币化整体趋势相对稳定，逐步下降；超预期的是，在贸易战和去杠杆的后续效应出来之前，政府财政货币政策已经趋向宽松，虽然不会对地产产业直接宽松，但地产受益于流动性宽松式大概率。

事件	发布时间	发布部门	具体内容
央行三次定向降准	2017年9月30日 2018年4月17日 2018年6月24日	中国人民银行	定向降准三次。支持市场化法治化“债转股”的定向降准，可释放资金约5000亿元；支持小微企业的定向降准可释放资金约2000亿元，主要用于支持相关银行开拓小微企业市场，发放小微企业贷款，进一步缓解小微企业融资难融资贵问题。
财政部下发棚改专项债管理办法	2018年3月1日	财政部	2018年在棚户区改造领域开展试点，有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度，发挥政府规范适度举债改善群众住房条件的积极作用，明确了棚改专项债券偿付资金的来源。
住建部表示棚改不搞一刀切，将因地制宜控制成本	2018年7月12日	住建部	1.将在加大棚改配套基础设施建设力度的同时，还将依法依规控制棚改成本，严禁违规支出。2.将因地制宜推进棚改货币化安置，商品住房库存量较大的地方，可以继续推进棚改货币化安置；商品住房库存不足，房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策；3.将进一步合理界定和把握棚改的范围和标准，各地要坚持既尽力而为、又量力而行的原则，切实评估论证财政承受，不搞一刀切。
国开行总行回收棚改项目的合同审批权限	2018年6月25日	财联社	财联社报道，国开行总行回收了棚改项目的合同审批权限，此前在分支行可以签订的，现在必须总行审批，但并未暂停所有棚改项目，目前仍在进行中的项目依然继续执行。此外，过去曾以货币安置为主的方式，今年以来多以实物安置为主。
棚改项目审批权仍在分行	2018年7月19日	新华社	国开行相关部门负责人说，根据国开行现行信贷管理制度规定，贷款合同的审批及签订权限均在分行，目前没有任何调整变化，合同审批权限仍在分行，不存在总行上收棚改贷款合同审批权限的情况。同时，按照国开行制度规定，贷款合同审批前要对项目的政策合规性、贷款条件落实情况等进行严格审查，由总行、分行按照职责分工，共同把关。
资管新规细则	2018年7月20日	央行、银保监会	明确六类非标不可投，其余非标资产投资范围放宽，公募产品起投金额降低，加速银行表外资产回表，新增四类产品可用摊余成本计量，银行理财产品不得分级，增加更加灵活的过渡性条款
国常会新政定调	2018年7月24日	国常会	保持宏观政策稳定，财政金融政策要协同发力，财政政策要更加积极；更有效服务实体经济；稳健的货币政策要松紧适度；加快国家融资担保基金出资到位，努力实现每年新增支持15万家（次）小微企业和1400亿元贷款目标；坚决出清“僵尸企业”，减少无效资金占用。

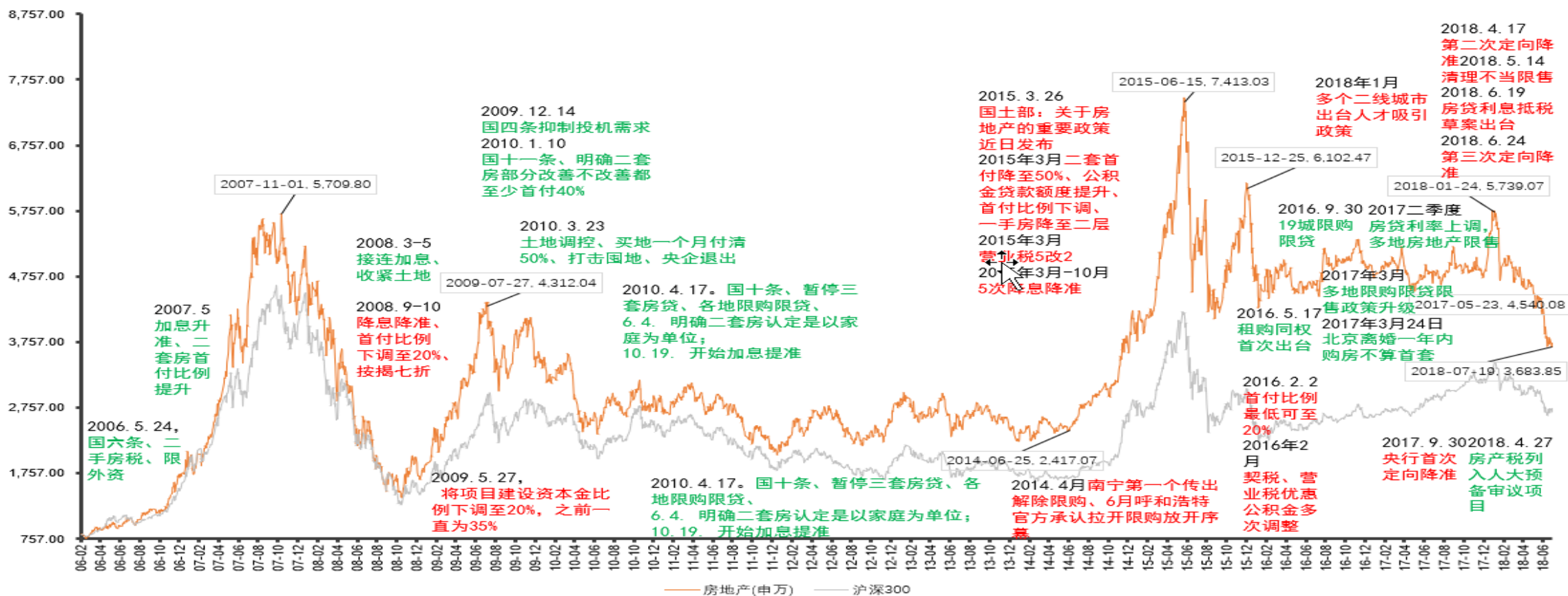
## 房地产政策下半年展望：棚改货币化整体稳定、财政货币趋向宽松

- **棚改货币化整体稳定、财政货币趋向宽松**：我们认为棚改政策并不会急速退出，棚改套数目标依旧没变，今年580万套、明后年920万套，但行业货币化比例将会下降，我们预计2018、2019年货币化比例将逐步下降至2015年的水平，而2020年货币化比例将逐步回到PSL创设之前的水平，由此对行业的销售会产生一定的负面影响，但影响的幅度并不大。

	棚改贷款金额 (亿元)	棚改货币化贷款金额 (亿元)	货币化比例	套均面积 (平方米)	棚改实际执行或计划执行套数 (万套)	推动销售面积 (万方)	全国住宅销售面积 (万方)	棚改对销售推动比例
2014	4,086	368	9.00%	90	470	3807	105187.79	3.6%
2015	7,509	2,588	34.47%	90	601	18642.285	112412.29	16.6%
2016	9,725	5,435	55.89%	90	606	30480.71	137539.93	22.2%
2017	8,800		60.00%	90	609	32886	144789.00	22.7%
2018			34.47%	90	580	17990.891	145657.73	12.4%
2019			20.00%	90	460	8280	138374.85	6.0%
2020			9.00%	90	460	3726	131456.10	2.8%

# 房地产政策中周期展望：长效机制建设将降低行业风险溢价、提升估值

我们看到政策始终在影响着基本面和股价，逆周期调控是房地产调控的主线，政策的松紧也直接影响板块情绪。而过度的调控是导致行业风险溢价上行的关键，未来随着行业调控长效机制的建设，行业风险溢价是下行的，而不是上行，这将提升房地产估值。



# 摘要

**Part 01** 行业上半年回顾：人才限价助销售、开工投资补库存

**Part 02** 行业下半年展望：基数走低政策转好、风险溢价下行

**Part 03** 行业中长期风险溢价分析：房地产税、资金链、人口

**Part 04** 房地产股票投资矩阵及下半年投资建议



# 行业中长期风险溢价分析： 房地产税、资金链、人口

---

# 1 房地产中期风险之房地产税：中国住宅存量价值或约240万亿

我们测算，截止2017年末，中国城镇住宅存量面积约286亿平米，户均1.05套，总价值约240万亿。

项目	面积/亿方	来源	注释
截止2005年住宅存量面积	87.90	建设部及统计局	2006年7月4日建设部发布《2005年城镇房屋概况统计公报》披露相关数据，需要注意的是这里的住宅面积是指报告期末专供居住的房屋（包括别墅、公寓、职工家属宿舍和集体宿舍等）的建筑面积之和。但其中全国城镇私有住宅建筑面积87.9亿平方米，住宅私有率为81.62%。
2006-2017年商品住宅竣工面积	80.85	统计局	统计局每年公布商品房及商品住宅竣工面积，前面的住宅竣工面积口径大很多，主要是其包括保障房、职工宿舍、小产权房等非私有住宅，商品住宅绝大多数在城镇，其余住宅则可能在农村。
截止2017年末住宅施工面积	53.64	统计局	由于大部分施工住宅其实已经销售且竣工周期较短可视为存量住宅
保障房建设	30.38	住建部及估算	截止2011年完成2650万套保障性安居工程住房（廉租房、公租房、经济适用房、限价房），2012-2017年计划开工4080万套，实际建成3306万套；共计完成5956万套，假设套均面积约51平米；
小产权房面积	31.07	统计局及估算	我们根据全社会住宅竣工面积-商品住宅竣工面积-农村住宅竣工面积，得到城镇非商品住宅竣工面积约31.07亿平米，由于很多小产权房建设违规未报的多，因此我们以最大口径计算；根据西南财大估算，全国小产权房套数约2240万套、面积约40亿平米，和我们的估算大致接近
商住房面积	2.31	统计局及估算	这一部分主要是历年办公楼改造而来，我们统计2006-2017年所有办公楼共计竣工2.93亿、商业营业用房供给竣工11.1亿平米，商住房绝大多数来自办公改造而非商业营业用房改造，我们假设60%的办公楼和5%的商业营业用房改造为住宅供居住
截止2017年末中国城镇住宅存量/亿方	286.15	直接计算	
截止2017年末中国城镇住宅存量/亿套	2.84	估算	根据统计公布的1998-2017年所有住宅竣工面积和套数数据计算全国住宅套均约100.63平米
城镇居民家庭户均住房套数/套	1.05	直接计算	根据统计局全国总人口13.9亿、城镇化率58.52%、户均3人，得到全国2.71亿户城镇家庭

# 1 房地产中期风险之房地产税：房地产税若出台将短空长多

我们假设不设免征，在不同房价涨幅预期、不同销售额范围、不同房产税税率的敏感性测试中，我们发现，如果税率较低，比如靠近上海的6%税率，则对销售额的影响将在3%左右，短期有一定情绪影响，但影响幅度不大。

假设不设免征、而是通过税率高低体现免征		
总面积	286.15	亿平
2017年新房价格	7614	元/平
房价涨幅	10%	
2018年新房均价	8375	元/平
总市值	239.7	万亿
房产税率	1%	
征收税额	2.40	万亿
影响全国住宅销售额	0.80	万亿
2017年全国住宅销售额	14.48	万亿
原预测2018年销售额增速	6.0%	
原预测2018年全国销售额	15.35	万亿
新2018销售额增速	0.49%	
影响房地产销售额增速	5.51	pct

房地产税率	房价涨幅					
	5.51	5%	7%	10%	12%	15%
0.10%	0.53	0.54	0.55	0.56	0.58	
0.30%	1.58	1.61	1.65	1.68	1.73	
0.60%	3.16	3.22	3.31	3.37	3.46	
1%	5.26	5.36	5.51	5.61	5.76	
2%	10.52	10.72	11.02	11.22	11.52	
3%	15.78	16.08	16.53	16.83	17.28	

房地产税率	原预测销售额涨幅					
	5.51	-3%	1%	5%	10%	15%
0.10%	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	
0.30%	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	
0.60%	3.31	3.31	3.31	3.31	3.31	
1%	5.51	5.51	5.51	5.51	5.51	
2%	11.02	11.02	11.02	11.02	11.02	
3%	16.53	16.53	16.53	16.53	16.53	

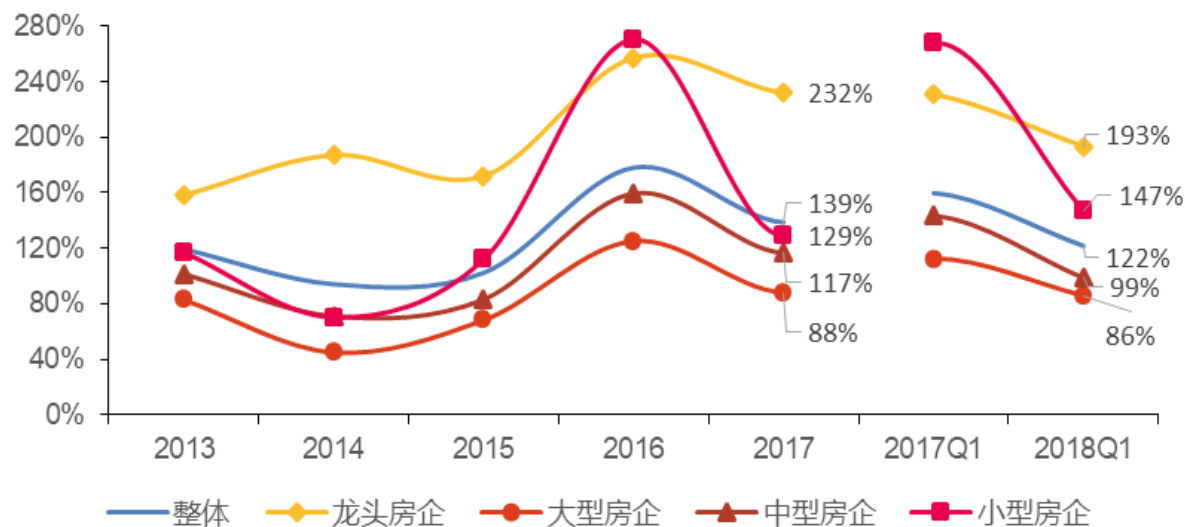
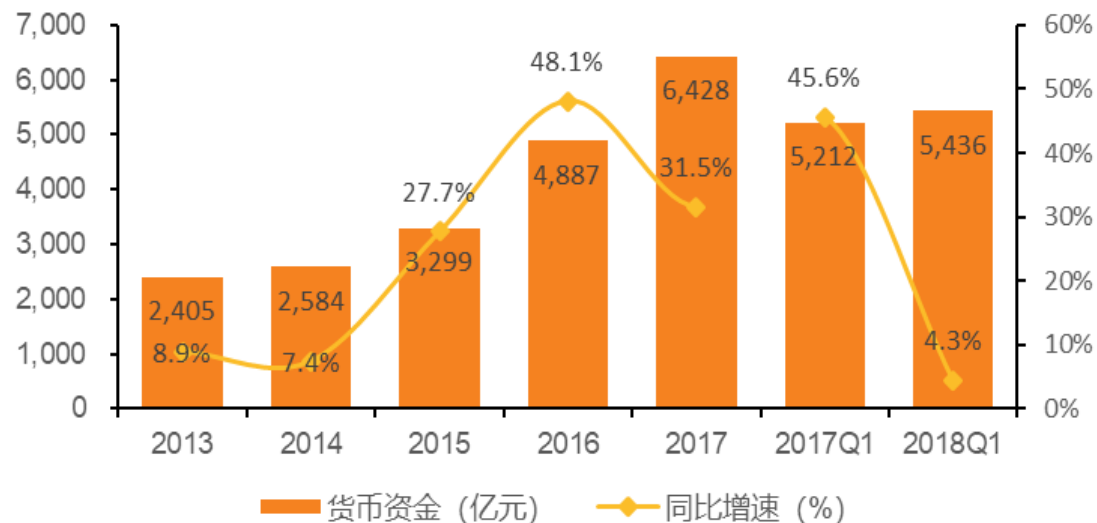
# 1 房地产中期风险之房地产税：房地产税若出台将短空长多

市场有传言房产税草案将于年内推出，我们无法证实或证伪，但我们一直强调房产税的出台会形成化情绪冲击，但长期将有利于产业以及房地产股票，我们团队于2018年3月7日发布的《房地产税及政府工作报告专家解读会议纪要》中的观点，主要观点如下：

- **方案将相对温和、多数免征、低税率、不联网、缓实行**：1) 预计更偏向于调节税方案、宽税基、低税率：我们预计房产税的出台将会是宽税基低税率的方案，税率可以参考上海房地产税的现行方案，预计不足1%，由于在最近收益率范围之内，且以调节多套房业主为主要方向，照顾一套房或者正常合理需求；2) 预计不设首套免征而设免征面积：设定首套免征将会有离婚、多套换一套等规避增税的手段出现，我们预计设立40-60的免征面积相对合理。3) 预计不会全国联网征收：由于房地产税是地方税种，进行全国联网并征收将会面临较大的实际征收困难，原则上按职住区间作为征收范围。4) 预计短期难以出台、2021年最开才能实行：我们认为按照既定的法律程序，房地产税并未列入今年立法程序，即使最快12月进入一读再经过常委会审议、全国人大表决以及地方立法，需要2021年最开才能开征。
- **出台的目的在于对中长期地方财政的思考、尽量减少对短期财政冲击**：我们认为，出台房地产税的目的是为了解决中长期地方政府财政问题，如果出台较为严厉的方案势必冲击短期的土地出让金规模，在贸易战和去杠杆的背景下，将增加宏观经济压力。
- **出台意味着利空出尽、长效机制建设将利大于弊、行业风险溢价将下行、估值提升**：如果真如市场传言房产税将出台，我们认为出台的时候则意味着行业多年的一个重大利空出尽，而且也意味着行业长效机制建设的巨大跨越，在交易环节的调控（限购限贷限售限价）将会显著下降，而过去基金经理不愿配置地产股的原因之一就是要进行复杂的政策博弈，行业的政策风险溢价较高，压制了地产股的估值，一旦短期政策退出，行业中期的估值将系统性提升。

## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

**1) 在手现金多**：房企在手现金充足，2017年末重点房企账面货币资金达到6428亿元，处于历史高位。2018年一季度有所回落，但较去年同期仍然增长了4.3%；**2) 龙头和小型房企短期债务覆盖倍数高、中大型房企压力大**：从货币资金对短期债务的覆盖倍数来看，截至2018年一季度末龙头房企和小型房企较为安全，分别为1.93和1.47倍；大型房企和中型房企则只有0.86倍、0.99倍，小型房企货币资金对短期债务的覆盖率较高可能反应出在行业集中度提升的背景下，他们减小了拿地的力度，反而风险小。



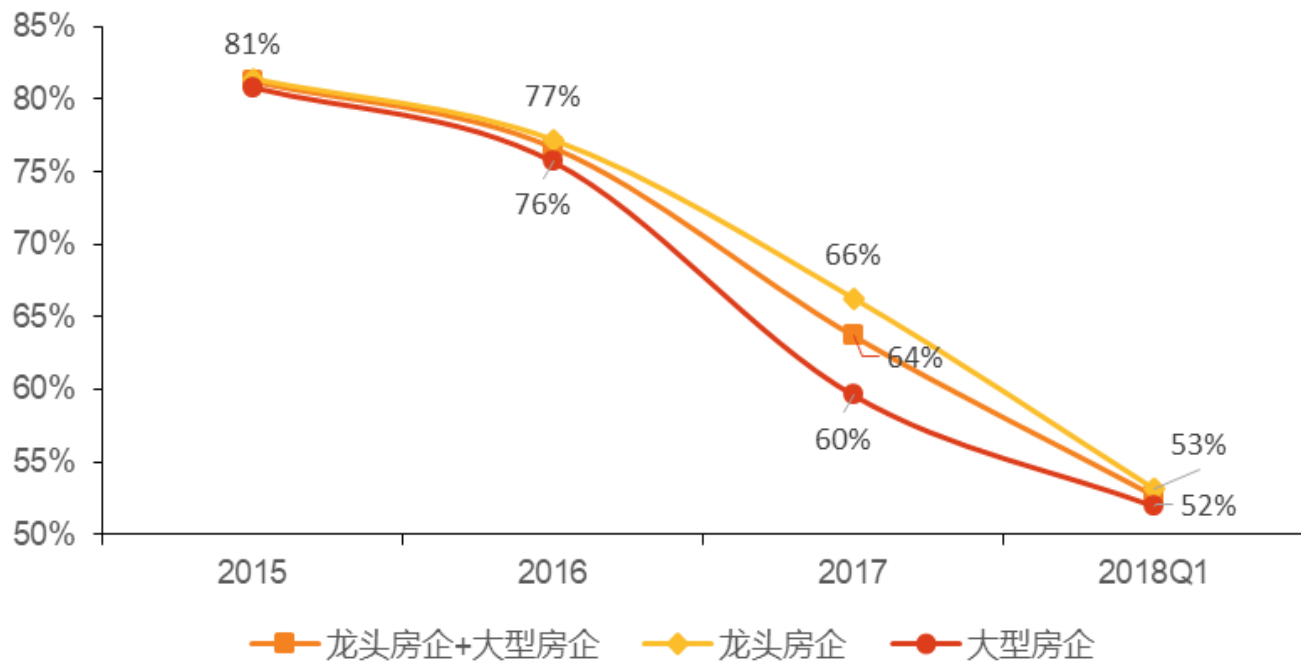
## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

**3) 现金流入结构看主要来自销售回款（存货变现43%）和融资（贷款28%和发债3%）：**从现金流入的结构来看，以销售回款为主的经营现金流入是绝对主力，占53.7%；其次为筹资活动现金流入，占34.8%；以“收回投资收到的现金”为主的投资活动现金流入2017年占比提升明显，达到11.5%，为近五年最高，或与项目股权转让或合作开发现象明显增多有关。如果拆分细项来看的话，房企的现金流入主要是存货销售带来的销售回款和借贷发债为主的融资，“销售商品提供劳务收到的现金”占比达到43%；“取得借款收到的现金”占比达28%，两者合计占比达到71%。此外“收回投资收到的现金”和“发行债券收到的现金”占比也分别达到了7%和3%，需要说明的是房企的部分项目公司或投资的结构化融资主体劣后级记入了长期股权投资，由于没有并表，我们无法看到其详细的负债结构，因此表外融资占比难以精确测算。

**4) 经营活动现金流入：小房企好过大房企、销售回款率略有下降：**样本房企17年经营现金流实现净流入324亿元，是近五年除2016年外表现最好的一年，18年一季度，样本房企经营现金流转负，净流出1024亿元，这是因为房企集中在年初拿地加大开工，支出和流入剪刀差扩大。分组来看，2018年一季度龙头房企和大型房企经营活动现金流均出现大规模流出，而小型房企反而出现了小幅的现金流入，显示小型房企在行业集中度不断提升的大背景下，减少了再投资。

## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

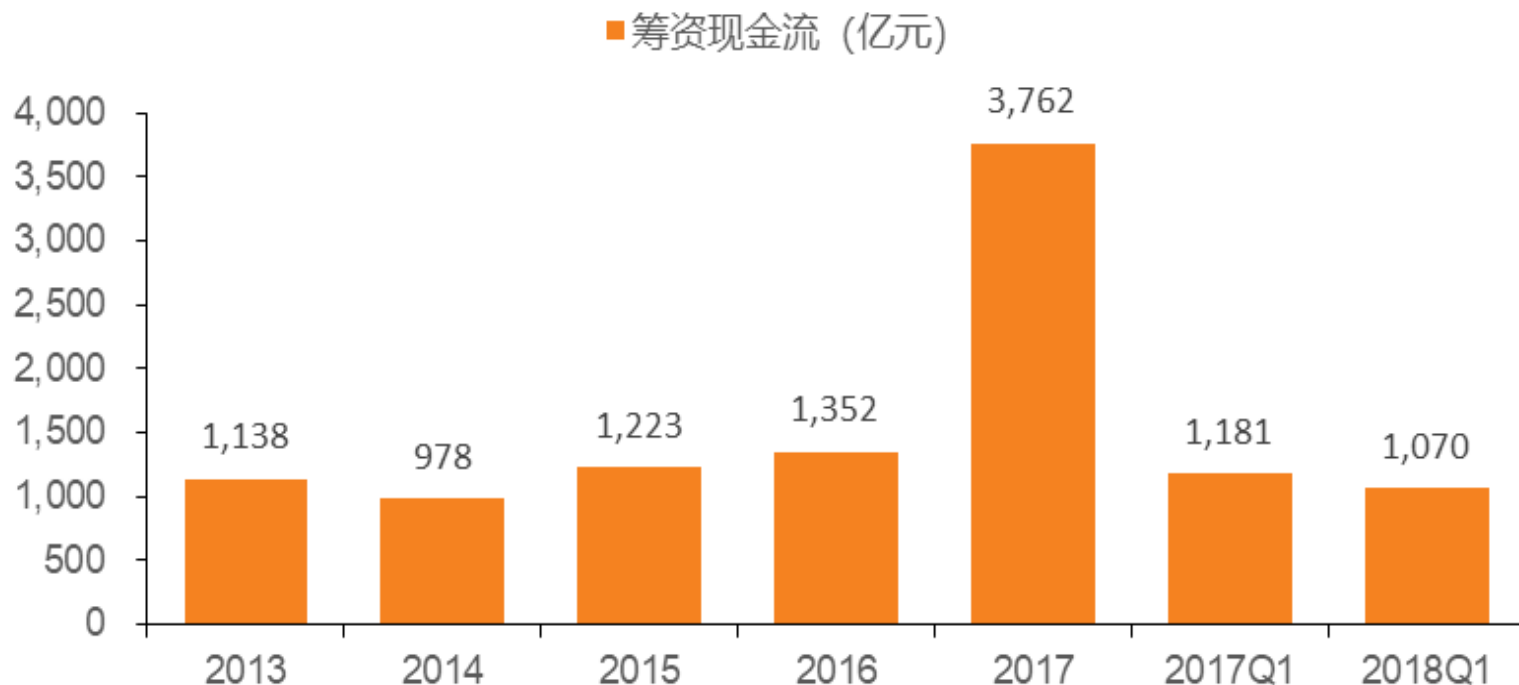
5) 从销售回款率的情况来看，近三年来呈不断下降态势。17年全年龙头房企和大型房企回款率分别只有66%和60%，18年一季度更是下降到了53%和52%。我们认为这与部分城市严厉的网签限制政策，以及银行按揭贷款放款周期延长有关。此外近年来由于合作开发的情况越来越多，销售商品提供劳务收到的现金与销售金额的口径差异越来越大，也是回款率下降的重要原因。



时间			2015	2016	2017	2017Q1	2018Q1
序号	公司名称	股票代码	回款率 (%)				
龙头房企	1 万科 A	000002.SZ	73%	79%	70%	46%	52%
	2 保利地产	600048.SH	93%	84%	67%	72%	59%
	3 招商蛇口	001979.SZ	106%	86%	72%	56%	48%
	4 金地集团	600383.SH	64%	51%	47%	40%	44%
大型房企	1 新城控股	601155.SH	82%	59%	44%	39%	43%
	2 泰禾集团	000732.SZ	58%	52%	32%	24%	28%
	3 阳光城	000671.SZ	62%	54%	63%	67%	56%
	4 金科股份	000656.SZ	102%	97%	84%	69%	71%
	5 荣盛发展	002146.SZ	85%	101%	95%	114%	89%
	6 滨江集团	002244.SZ	71%	66%	32%	59%	19%
	7 首开股份	600376.SH	85%	77%	71%	55%	79%
	8 蓝光发展	600466.SH	-	-	-	104%	51%
	9 光明地产	600708.SH	-	-	-	112%	103%
	10 华发股份	600325.SH	72%	80%	76%	38%	53%

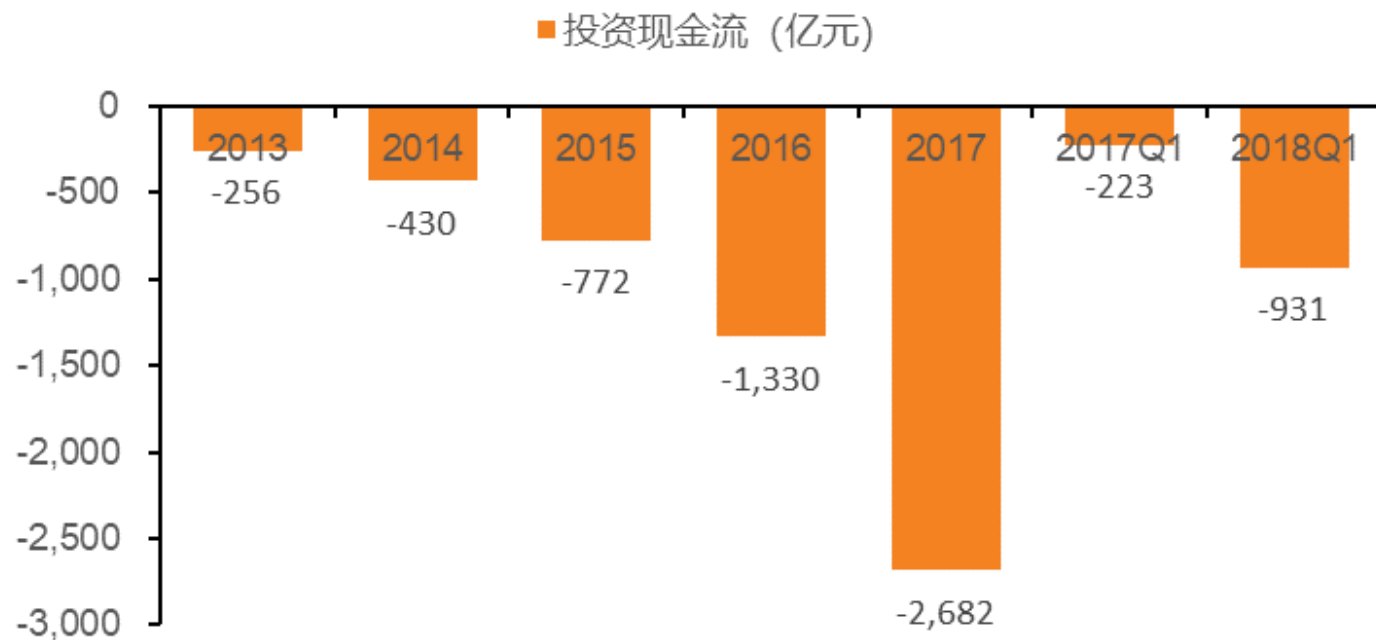
## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

**6) 筹资活动现金净流入：大房企好过小房企、融资集中度提升明显：**17年全年筹资现金流净流入3762亿元，是2016年的2.8倍，虽然紧张但创近五年新高，2018年一季度融资环境进一步收紧，筹资现金流净流入同比下降9.4%，但也远远好过16年的情况，分组来看，2017年龙头房企和大型房企筹资现金净流入规模创近五年新高，且远高于往年水平，而中小型房企则不及往年平均水平。18年一季度，龙头房企和大型房企筹资活动现金流依然维持大规模净流入，且较去年同期分别小幅增长6.25%和7.34%；而中型房企筹资活动现金流转负，小型房企筹资现金净流入规模大幅下降，仅为去年同期的27%，显示融资集中度进一步提升。



## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

从现金流出的结构来看，主要用于拿地和开发施工的经营活动现金流出占比超过一半，达到55.1%；投资活动现金流出占比提升明显，达到20.7%，为近五年最高，或与并购拿地与合作开发现象明显增多有关，这两项都可以视为是再投资行为，这是非刚性支出；其次为以偿还债务为主的筹资活动现金流出，占比达到24.2%，这是刚性支出；细项看：“购买商品、接受劳务支付的现金”占比达到34%；“偿还债务所支付的现金”占比达到18%，两者合计达到52%。此外“投资”、“各项税费”、“分配股利、利润和偿付利息”所支付的现金占比分别达到11%、5%、和4%。对于债券市场普遍担忧的信用违约风险，我们认为如果适度减少再投资行为，出现信用违约的概率将很小。



## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

**行业违约风险较小、多情景假设下融资缺口都不会很大，乐观假设融资无缺口（-11%）、中性假设缺口需要维持去年融资（100%）、悲观假设需要16%的表内融资增长（116%）：**我们假设了六种情形，缺口为负数表示无融资缺口有超额现金，100%表示需要维持去年的融资规模就可以安然度过：1）销售降20%、不拿地，34%房企无需融资、行业融资缺口25%：分组来看，龙头、大型、中型、小型房企偿债现金缺口占17年筹资活动现金流入的比例中位数分别为-36%、25%、45%、28%，整体中位数为25%；2）销售持平、不拿地、50%房企无需融资、行业融资缺口-1%：分组来看，龙头、大型、中型、小型房企偿债现金缺口-72.1%、4.5%、27.1%、-3.9%，整体中位数为-1%；3）乐观假设：销售增长10%、不拿地、55%房企无需融资、行业融资缺口-11%：分组来看，龙头、大型、中型、小型房企偿债现金缺口-90%、-5.7%、9%、-12.1%。整体中位数为-11%。4）悲观假设：销售下降20%，拿地同去年持平、95%需要融资、行业融资缺口116%：分组来看，龙头、大型、中型、小型房企偿债现金缺口分别为90.6%、111.2%、114.4%、260.8%，整体中位数为116%；5）中性假设：销售、拿地均同去年持平、89%需要融资，行业缺口100%：分组来看，龙头、大型、中型、小型房企偿债现金缺口分别为64.9%、96.7%、97.3%、221.9%，整体中位数为100%；6）销售增长10%，拿地同去年持平、86%需要融资、缺口92%：分组来看，龙头、大型、中型、小型房企偿债现金缺口分别为52%、89.5%、79.3%、190.1%，整体中位数为92%。

## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6
销售商品提供劳务收到的现金	-20%	0	10%	-20%	0	10%
收到其他与经营活动有关的现金	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
收到的税费返还	0%	0%	0%	0%	0%	0%
取得投资收益	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
收回投资收到的现金	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
收到其他与投资活动有关的现金	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
购买商品接受劳务支付的现金	-50%	-50%	-50%	0%	0%	0%
支付给职工以及为职工支付的现金	0%	0%	0%	0%	0%	0%

	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4	情景 5	情景 6
支付的各项税费	0%	0%	0%	0%	0%	0%
支付其他与经营活动有关的现金	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
投资支付的现金	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
支付其他与投资活动有关的现金	-100%	-100%	-100%	0%	0%	0%
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0%	0%	0%	0%	0%	0%
支出其他与筹资活动有关的现金	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%	-100%
偿付债务支付的现金	200%	200%	200%	200%	200%	200%

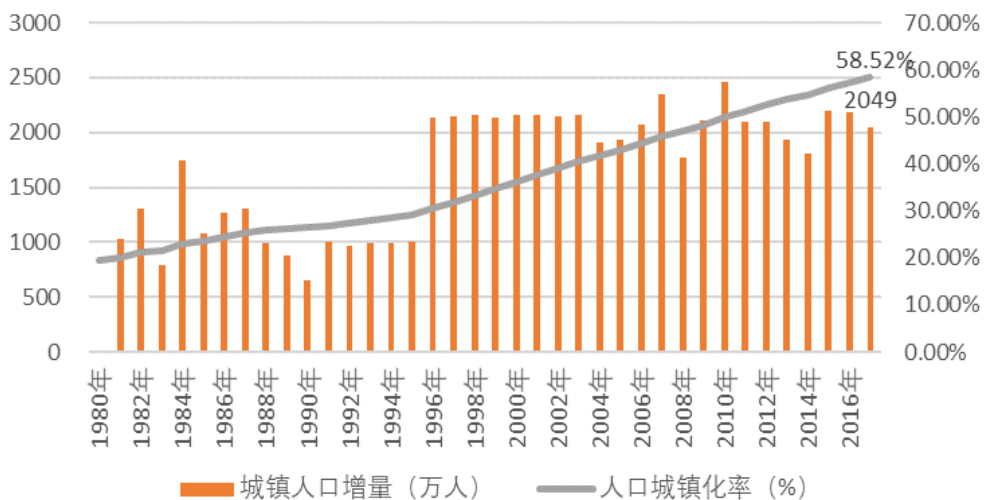
## 2 房地产中期风险之资金链：资金链整体无忧、中型房企压力大

	情景1	情景2	情景3	情景4	情景5	情景6
销售回款	-20%	0%	10%	-20%	0%	10%
拿地	不拿地	不拿地	不拿地	维持去年水平	维持去年水平	维持去年水平
不存在偿债现金缺口的房企家数	15	22	24	2	5	6
整体比值中位数	25.1%	-1.3%	-11.5%	115.8%	100.4%	92.0%
龙头房企比值中位数	-35.9%	-72.1%	-90.3%	90.6%	64.9%	52.0%
大型房企比值中位数	25.1%	4.5%	-5.7%	111.2%	96.7%	89.5%
中型房企比值中位数	44.8%	27.1%	9.0%	114.4%	97.3%	79.3%
小型房企比值中位数	28.1%	-3.9%	-12.1%	260.8%	221.9%	190.1%

### 3 房地产中期风险之人口：城镇化远未结束、结构问题突出

**城镇化水平的进一步提高仍是未来房地产行业发展重要的推动力**：自1980年以来，我国城镇化水平快速提高，由19.39%提高至58.52%，平均每年新增1681万城镇人口，近20年新增城镇人口有所加快，多数年份新增超过2000万人。2017年新增城镇人口2049万。目前我们的整体城镇化率仅58%，一般发达经济体的城镇化率在70%以上，根据联合国2014年数据，美国城镇化率81.45%，韩国城镇化率82.36%，日本城镇化率高达93.02%。这意味着如果我们达到发达国家平均80%的水平，仍有近3亿人需要进城，需求巨大。而且如果考虑户籍城镇化率，空间更大。

我国城镇人口增量及城镇化率



资料来源：联合国、天风证券研究所

各国17年城镇化率

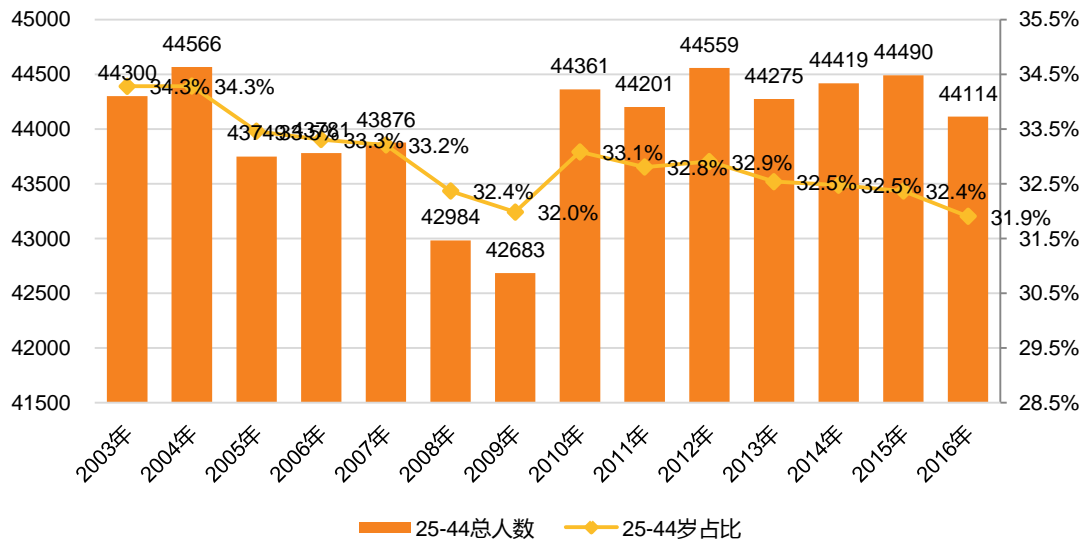
国家	城镇化率 (%)
美国	81.45
英国	82.34
法国	79.29
德国	75.09
加拿大	81.65
日本	93.02
韩国	82.36

资料来源：Wind、天风证券研究所

### 3 房地产中期风险之人口：城镇化远未结束、结构问题突出

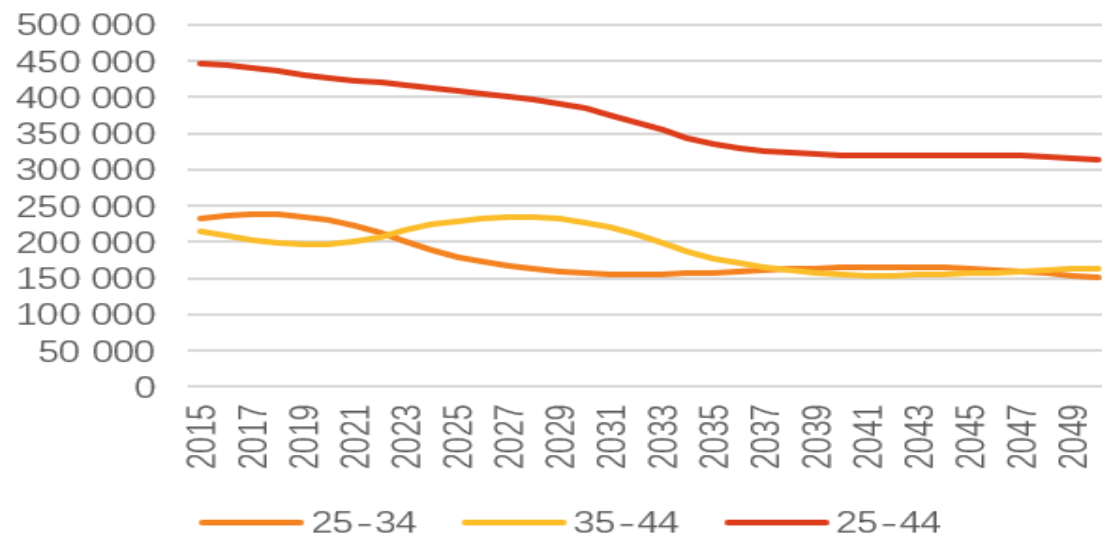
**置业人口数量整体趋势向下、首置和改善需求不同**：2016年同2003年相比，我国25-44岁的置业人口从4.43亿人微降至4.41亿人，占比从34.3%降至31.9%，有轻微下降。根据联合国数据，2016年中国置业年龄人口占比仍高于其他国家，但差距缩小，我国25-44岁置业人口将在未来30年持续处于下行通道，这表示整体需求向下的趋势难以改变；25-34岁的首次置业人口将下持续下降，而35-44岁的改善购房人口将在2020年出现一次小拐点向上，到2027年后见顶回落。

2003-2016我国25-44岁人口占比



资料来源：统计局、天风证券研究所

我国置业人口年龄结构预测 (千人)



资料来源：联合国、天风证券研究所

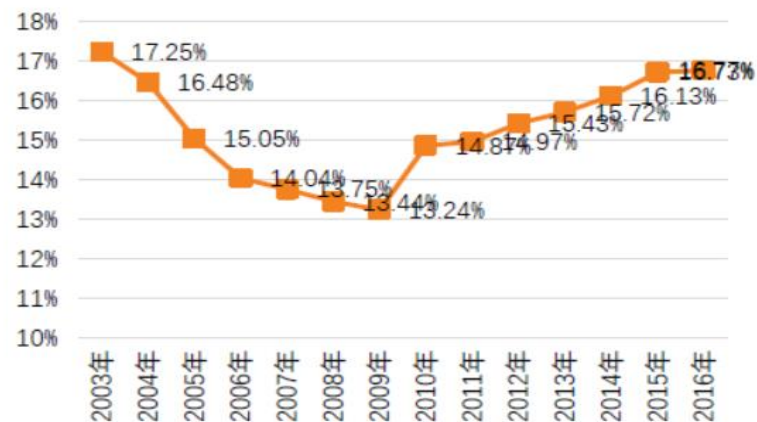
### 3 房地产中期风险之人口：城镇化远未结束、结构问题突出

表 7：各国家或地区 2016 年 25-44 岁人口占比

中国香港	30.2%
韩国	29.0%
日本	25.2%
印度	29.9%
德国	24.7%
美国	26.3%

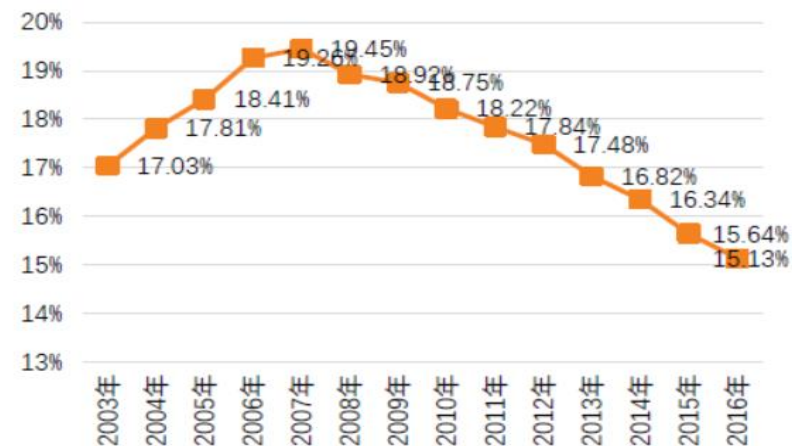
资料来源：联合国，天风证券研究所

图 28：2003-2016 我国 25-34 岁人口占比



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 29：2003-2016 我国 35-44 岁人口占比

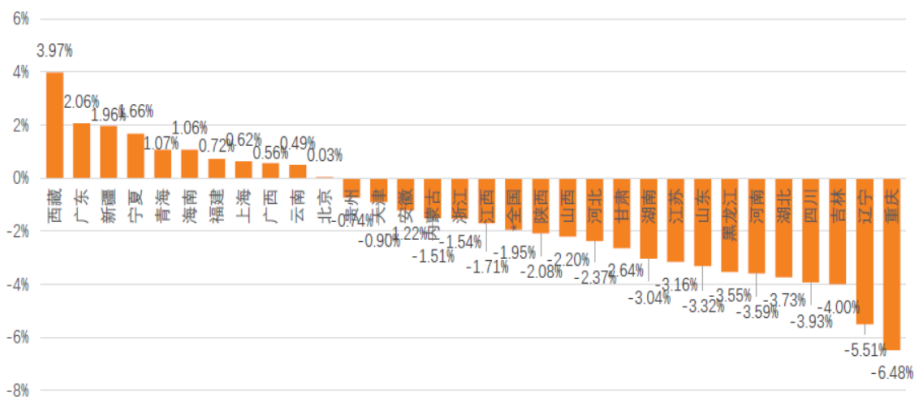


资料来源：统计局，天风证券研究所

### 3 房地产中期风险之人口：城镇化远未结束、结构问题突出

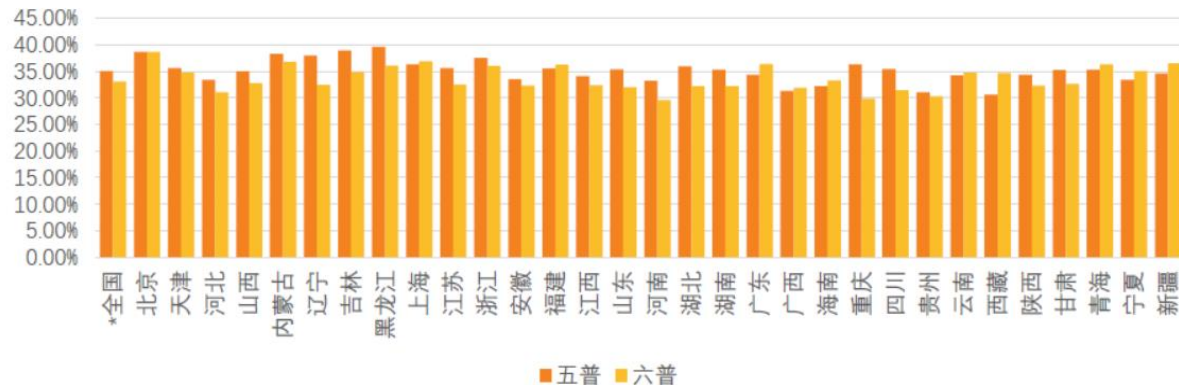
**城市竞争加剧、一二线长期优势仍明显优于三四线：**全国来看置业年龄人口占比普降，北京、上海、广东上升，东北及中西部地区下降明显。全国各地区25-44岁人口占比分布普遍在29%-39%，其中北京、上海、内蒙古置业年龄人口占比排在前三，前十名其他省市分别为：新疆、广东、青海、福建、黑龙江、浙江、宁夏。对比2016年与2000年全国各地区置业年龄人口占比变化情况，广东、海南、福建、上海等地区处于前列，东北地区以及中西部地区增量普遍低于全国水平。

图 43：五普六普各地区置业年龄人口占比变化情况



资料来源：统计局，天风证券研究所

图 41：五普六普各地区置业年龄人口（25-44岁）占比 (%)



资料来源：统计局，天风证券研究所

# 摘要

**Part 01** 行业上半年回顾：人才限价助销售、开工投资补库存

**Part 02** 行业下半年展望：基数走低政策转好、风险溢价下行

**Part 03** 行业中长期风险溢价分析：房地产税、资金链、人口

**Part 04** 房地产行业投资矩阵及下半年投资建议



# 房地产股票投资矩阵：

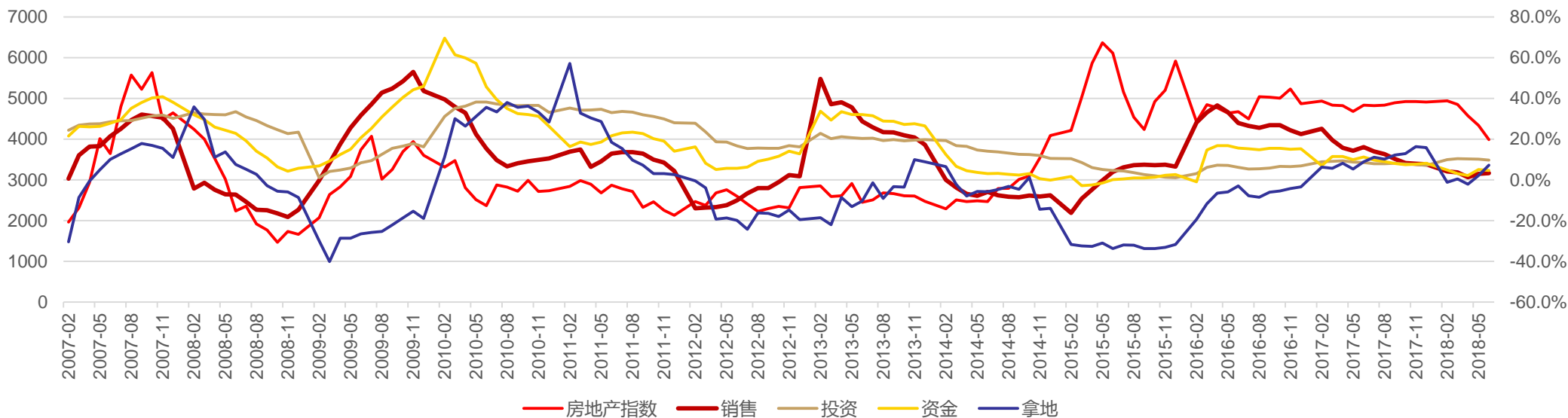
滞胀期投资负收益概率大、短期可适度积极

---

# 房地产股价与基本面：销售是绝对领先的指标

我们将股价与几个关键基本面指标每一轮周期的波峰波谷日期表示出来可以看到，在2013年之前，销售都是绝对领先的指标，股价和基本面高度相关；在2014年之后，股价领先销售越来越早，或者说越来越不敏感，也就是股价脱离基本面，而更多是政策面和市场面的博弈。

	第一次波峰	第一次波谷	第二次波峰	第二次波谷	第三次波峰	第三次波谷	第四次波峰	第四次波谷
销售	2007年9月	2008年11月	2009年11月	2012年2月	2013年2月	2015年2月	2016年4月	至今
投资	2008年6月	2009年2月	2010年5月	2012年7月	2013年2月	2015年12月	2016年4月	至今
资金	2007年11月	2008年11月	2010年2月	2012年4月	2013年2月	2015年3月	2016年5月	至今
拿地	2008年2月	2009年3月	2011年2月	2012年7月	2013年11月	2015年10月	2017年11月	至今
股价	2007年11月	2008年11月	2009年7月	2012年1月	2013年2月	2014年6月	2015年6月	至今
股价与领先指标的关系	滞后两个月	同时	提前4个月	提前1个月	同时	提前8个月	提前10个月	



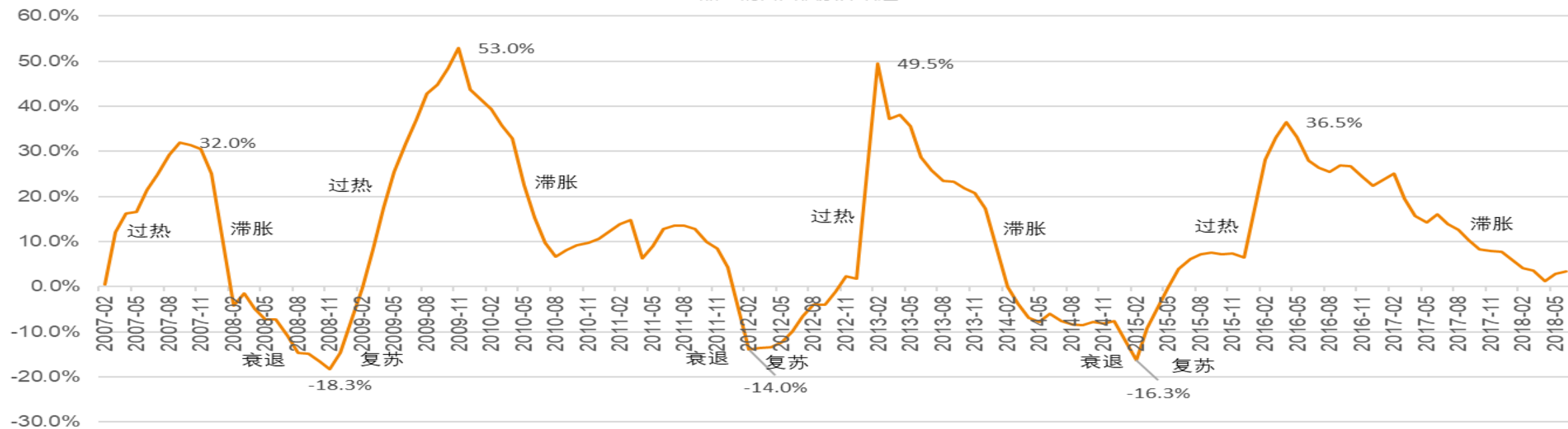
# 房地产投资矩阵：基本面始终起着作用、销售是绝对领先的指标

我们借鉴美林时钟的定义，对房地产销售周期进行划分，并将2007年近10年来的投资收益进行分析，发现了关于各个周期的投资规律：

过热期	2007.02-2007.09	2009.03-2009.11	2012.11-2013.02	2015.06-2016.04
滞胀期	2007.10-2007.12	2009.12-2011.12	2013.03-2013.12	2016.04-2018.06
衰退期	2008.01-2008.11	2012.01-2012.02	2014.01-2015.02	
复苏期	2008.12-2009.02	2012.03-2012.10	2015.03-2015.05	

阶段	经济特征	行业及政策特征	投资策略
衰退	购房需求（经济）下行、房价（通胀）下行	收入预期恶化导致购房需求持续下滑、货币和调控政策趋松	地产债>现金>地产股>房子，在政策实质性宽松之前，房子还需要先等等难言见底
复苏	购房需求（经济）上行、房价（通胀）下行	政策放松促进需求回暖、房企的销售和盈利逐步改善	地产股>房子>地产债>现金，股票和房子都可以布局，只不过股票反应更快更大
过热	购房需求（经济）上行、房价（通胀）上行	房子供不应求、房价持续上行、地产公司推盘及盈利增加	房子>地产股>现金>地产债，在复苏期末或者这一阶段初期买入房子或者房地产股
滞胀	购房需求（经济）下行、房价（通胀）上行	买房需求得到充分释放并明显下降，房价还在上涨但明显放缓	现金>地产债>房子>地产股，这个时候买入房子和地产股可能是上涨周期的尾声

商品房销售面积累计增速



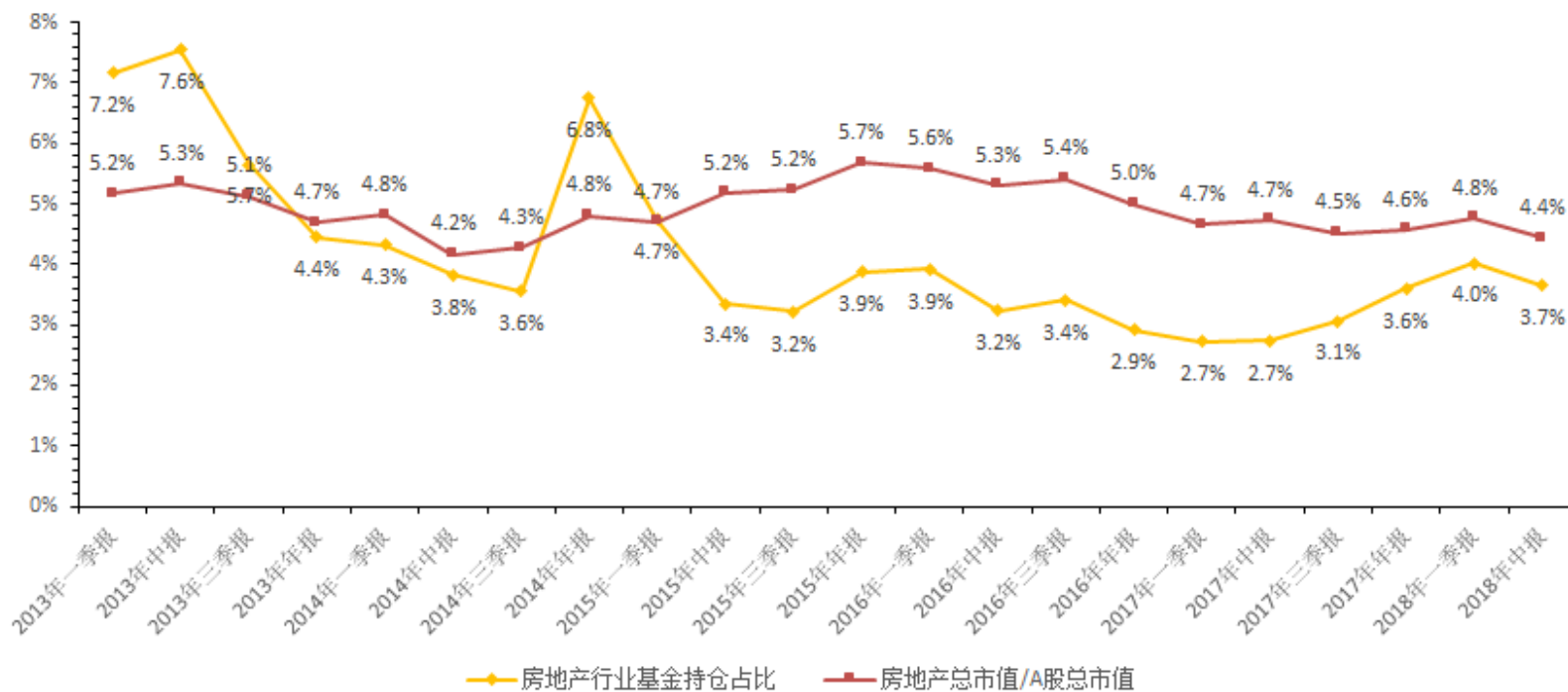
# 房地产投资矩阵：滞胀期收益大概率为负、复苏期收益大概率为正

- **衰退期——政策博弈时机**：虽然相对收益为正但基本面向下，更多是做政策博弈，并不是很好的投资时机；
- **复苏期——买入最好时机**：政策宽松已进行一段时间，行业基本面恢复，房企销售和盈利逐步改善，是地产股买入的最好时机；
- **过热期——越早收益越大**：如果在复苏期买入则可以享受过热期的涨幅，四轮过热期的相对收益分别是：26.1%、26.09%、2.71%和9.68%；**过热期是一个过渡期**，前期连接复苏期是买入时期，后期连接滞胀期是卖出时机。
- **滞胀期——大概率负收益**：10年来四轮滞胀期地产股相对沪深300分别是-6.81%、-12.74%、-0.44%和-27.65%；滞胀期买入地产股大概率是负收益，原因是这个是增速从顶部下降，房价在上涨但需求跟不上，因此边际预期恶化。

	周期	时间	相对收益情况	房地产涨幅	沪深300涨幅	万科涨幅	保利涨幅	相对收益	万科相对收益
第一轮周期	过热期	2007.02-2007.09	大幅正收益	196.09%	169.98%	194.62%	231.28%	26.10%	-1.47%
	滞胀期	2007.10-2007.12	负收益	-11.16%	-4.35%	-4.50%	-13.09%	-6.81%	6.65%
	衰退期	2008.01-2008.11	小幅正收益	-62.60%	-65.72%	-61.93%	-47.43%	3.12%	0.67%
	复苏期	2008.12-2009.02	小幅正收益	19.43%	16.97%	4.84%	2.41%	2.46%	-14.59%
第二轮周期	过热期	2009.03-2009.11	大幅正收益	90.15%	64.06%	62.02%	86.74%	26.09%	-28.13%
	滞胀期	2009.12-2011.12	负收益	-45.94%	-33.20%	-33.71%	-30.65%	-12.74%	12.23%
	衰退期	2012.01-2012.02	小幅正收益	15.85%	12.29%	10.84%	11.00%	3.56%	-5.01%
	复苏期	2012.03-2012.10	小幅正收益	-4.79%	-14.40%	1.94%	21.89%	9.61%	6.72%
第三轮周期	过热期	2012.11-2013.02	小幅正收益	21.27%	18.56%	44.23%	15.39%	2.71%	22.96%
	滞胀期	2013.03-2013.12	负收益	-13.28%	-12.84%	-32.00%	-34.44%	-0.44%	-18.72%
	衰退期	2014.01-2015.02	大幅正收益	70.44%	53.34%	67.51%	92.81%	17.10%	-2.93%
	复苏期	2015.03-2015.05	大幅正收益	51.12%	35.49%	12.55%	18.55%	15.63%	-38.57%
第四轮周期	过热期	2015.06-2016.04	小幅正收益	-25.11%	-34.79%	75.98%	-24.69%	9.68%	101.09%
	滞胀期	2016.04-2018.06	负收益	-16.43%	11.22%	8.48%	50.56%	-27.65%	24.91%

# 房地产下半年投资策略：政策转趋友好、短期可适度积极

**投资建议：**正如我们之前的分析一样，在滞胀期地产的相对投资收益大概率为负，目前我们认为从2016年4月销售增速见顶以来，行业进入了滞胀期，但考虑到短期政策带来的边际改善，且政策有持续超预期的可能，同时考虑到行业自2月以来持续下跌半年，且行业持仓处于低位，建议可以适度积极，持续推荐：招商蛇口、保利地产、万科A、融创中国、新城控股、华夏幸福、荣盛发展、广宇发展等。



# 免责声明

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下